أساسيات
الإدارة المالية الحديثة

الأستاذ الدكتور
سعود جايد مشكور العامري
جامعة المثنى

الأستاذ مشارك
عبدالستار مصطفى الصياح
جامعة البلقاء التطبيقية

المدرس الدكتور
سعد مجيد الجنابي
جامعة المثنى



دار عيداء

أساسيات الإدارة المالية الحديثة

المملكة الأردنية الهاشمية
رقم الإيداع لدى المكتبة الوطنية
(2019/7/3951)

الصباح، عبد الستار مصطفى
اساسيات الادارة المالية الحديثة/ عبد الستار مصطفى الصباح، سعد مجيد الجنابي، سعود جايد مشكور العامري- عمان: دار غيداء للنشر والتوزيع 2019
(   ) ص.
ر. ا. : (3951/ 7/ 2019)
الواصفات: / / التنبؤ المالي/ / الادارة النقدية/ / الادارة المالية/ / الادارة/
يتحمل المؤلف كامل المسؤولية القانونية عن محتوى مصنفه ولا يعبّر هذا المصنف عن رأي دائرة المكتبة الوطنية أو أي جهة حكومية أخرى.

ISBN 978-9957-96-722-2

دار غيداء للنشر والتوزيع
مجمع العساف التجاري - الطابق الأول
+962 7 95667143 خلوي
E-mail: darghaidaa@gmail.com
E-mail: info@darghaidaa.com
تلاع العلي - شارع الملكة رانيا العبدالله
تلفاكس +962 6 5353402
ص.ب 520946 عمان 11152
www.darghaidaa.com

أساسيات

الإدارة المالية الحديثة

الأستاذ الدكتور

سعود جايد مشكور العامري

جامعة المثنى

الأستاذ الدكتور

عبدالستار مصطفى الصياح

الجامعة الأردنية

المدرس الدكتور

سعد مجيد الجنابي

جامعة المثنى

الطبعة الأولى

2021م



بسم الـلـه الرحمن الرحيم

{فَأَمَّا الزَّبَدُ فَيَذْهَبُ جُفَاءً وَأَمَّا مَا يَنفَعُ النَّاسَ فَيَمْكُثُ فِي الأَرْضِ كَذَلِكَ يَضْرِبُ الـلـهُ الأَمْثَالَ}

(الرعد: 17)

الفهرس

المقدمة

ينطوي هذا الكتاب على عرضا تحليليا للوظيفة المالية في منظمات الاعمال ويستهدف اساسا طلاب الادارة المالية، ورجال الاعمال والباحثين والممارسين، لذلك روعي في اعداده المواءمة بين الحديث والتقليدي.

ولم يكن اختيار مواضيع الكتاب كيفما اتفق لأنه يتناول مجموعة من المفاهيم شديدة الارتباط فيما بينها ومتباينة مع ذلك، ويعتمد في ذلك مدخل اتخاذ القرارات المالية لاسيما قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وقرارات توزيع الحصص.

وكان الاساس المنطقي في تأليف هذا الكتاب قد نبع من الخبرة الناجمة عن تدريس العديد من الكورسات المتعلقة بموضوع الادارة المالية والمصرفية في العراق والاردن. ومن اجل تحقيق الاهداف التي صمم لأجلها الكتاب كان لابد من جعل هيكليته في سبعة عشر فصلا هي على النحو الاتي:

الفصل الأول: طبيعة الإدارة المالية وأهميتها وأهدافها وتطورها

الفصل الثاني: دوال القيمة الأربعة

الفصل الثالث: التحليل المالي

الفصل الرابع: كشف تدفقات الأموال

الفصل الخامس: التنبؤ المالي

الفصل السابع: إدارة راس المال العامل

الفصل الثامن: ادارة النقدية

الفصل التاسع: ادارة الذمم المدينة

الفصل العاشر: إدارة المخزون السلعي

الفصل الحادي عشر: ادارة الموجودات الثابتة

الفصل الثاني عشر: تقييم المشروعات الاستثمارية

الفصل الثالث عشر: كلفة راس المال

الفصل الرابع عشر: مصادر التمويل

الفصل الخامس عشر: الموازنة الرأسمالية

الفصل السادس عشر: معايير قياس قيمة الشركة

الفصل السابع عشر: التنبؤ بالفشل المالي

نامل ان ينال هذا الجهد العلمي المتواضع استحسان الزملاء التدريسيين والسادة المهنيين وطلبتنا الأعزاء من خلال الاستفادة من المواضيع المطروحة في هذا الكتاب خدمة للمسيرة العلمية التي يشهدها الوطن العربي.

الفصل الأول

طبيعة الإدارة المالية وأهـميتها وأهدافها وتطورها

The Nature Importance, Objectives, and Evolution of Financial Management

الفصل الأول

طبيعة الإدارة المالية وأهـميتها وأهدافها وتطورها

The Nature Importance, Objectives, and Evolution of Financial Management

تتمثل الإدارة الماليـة في مجموعـة مـن القواعـد التـي تعمـل عـلى دراسـة أفضـل الطـرق الممكنـة، للحصول على ربح مالي، وتوفير القدرة على تمويل كافة المهام التي تتم داخل المنشأة. تسـعى الإدارة الماليـة إلى دعم الإنتاج، وتسويق السلع، أو الخدمات التي يتم تقديمها من خـلال الشركـة، أو المؤسسـة التـي تتبـع لها، وتهتم الإدارة المالية بمتابعة حركة الأموال، ومعرفة المبـالغ الصـادرة، والـواردة، وحسـاب نسـب الـربح، والخسارة المترتبة على كافة الأنشطة، والعمليات التي يتم العمل عليها، وكلما كانت القـرارات الماليـة التـي يتم اتخاذها تساهم في الوصول إلى نتائج صحيحة، كلـما دل ذلـك عـلى نجـاح الإدارة الماليـة بالمهمـة التـي تقوم بها.

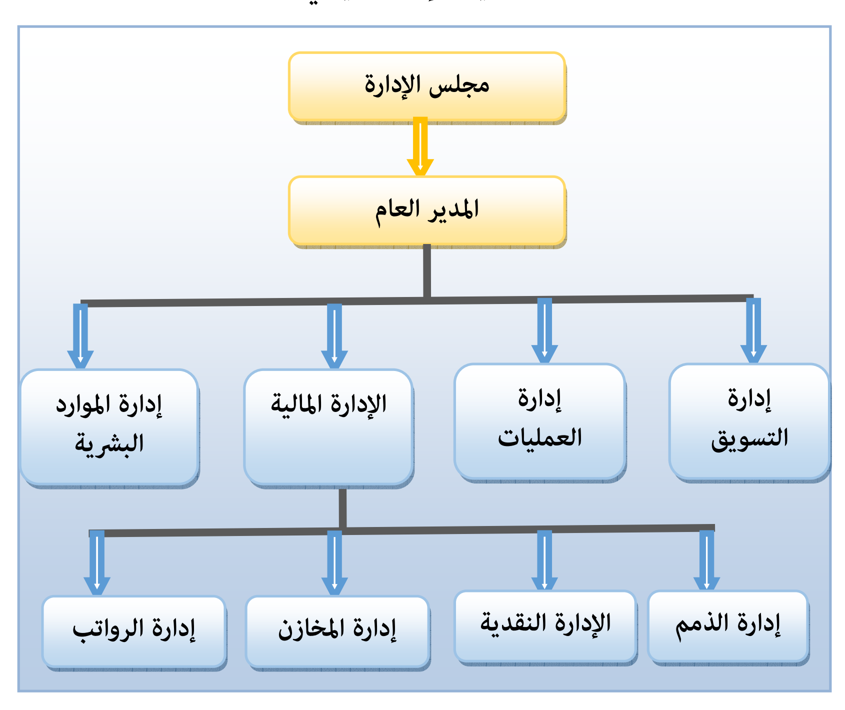
1.1 مفاهيم الإدارة المالية: Concepts of Financial Management

تطورت وظيفة الإدارة المالية واتسعت أهدافها بأتساع النشـاط الاقتصـادي والتكنولـوجي والتقـت الوظيفة مع باقي الوظائف الإدارية الأخرى بحيث أصبحت إحدى الوظائف الأساسية للمنشأة حالهـا حـال إدارة الإنتاج وإدارة الأفراد وإدارة التسويق.

إن الإدارة الماليــة لم تعــد تســعى إلى تــوفير الأمــوال اللازمــة لتلبيــة احتياجــات المنشــأة ونشـاطها الاقتصـادي وحسـب وإنمـا اتسـع نشـاطها ليشـمل تنظـيم مجـرى الأمـوال والتخطـيط لهـا والرقابـة عليهـا ووضـع القـرارات الإداريـة لاختيـار البـديل المناسـب الـذي يحقـق أهـداف الأطـراف المتعـددة للمنشـأة. فـالإدارة الماليـة بـالمعنى الواسـع نظـام مـالي يجمـع بـين الـنظم المحاسـبية مثـل المحاسـبة الماليـة Financial Accounting والمحاسـبة الإداريـة Managerial

Accounting ومحاسبة التكاليف Costs Accounting والرقابة الماليـة Financial Controls. وذلـك لان بيانات هذه النظم أو الفروع المحاسـبية وتحليلاتها تشـكل المـادة الأوليـة التـي تسـتخدمها الإدارة الماليـة للنهوض بمهامها والتي تساعد الإدارة على اتخاذ قراراتها.

الشكل (1) وظيفة الإدارة المالية في المنشأة



وعليه فإن الإدارة المالية يمكن عدها نظاماً واسـعا للمعلومـات تسـتمد بياناتـه مـن بقيـة الفـروع المحاسبية أو الإدارية بغية تحقيق النتائج واتخاذ القرارات في ضوء تلك المعلومات. أما إذا نظرنـا إلى الإدارة المالية من وجهة نظر ضيقة فإننا نجد أن طبيعة وأهداف الإدارة المالية تختلف عـن كـل الأنظمـة الفرعيـة سواء كانت محاسبية أو إدارية لان تركيز الإدارة المالية ينصب على الغاية منها وليمر عـلى الأسـلوب الفنـي المستخدم في تسجيل القوائم المالية وإعدادها فهي تبحث عن أفضل الوسـائل الفعالـة للتخطـيط والرقابـة ووضـع القـرارات الإداريـة. لقـد وردت تعـارف متعـددة لـلإدارة الماليـة في مراجـع علميـة فقـد

عرفت الإدارة المالية: بأنها أحدى وظائف المنشأة التي تشمل تنظيم مجرى الأموال فيها وتخطيطه والرقابة عليه وتنمية قدرات المدراء الماليين والتحفيز المالي للأفراد في المنشأة.

هنالك تعريف أخر يشير إلى أن الإدارة المالية: هي عبارة عن الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد الرامية لتمكين المنشأة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد لها. ويمتاز هذان التعريفان بشمولية الإدارة المالية بوصفها وظيفة مكملة لباقي الوظائف الأخرى وليس هنالك حد فاصل يفصلها عن هذه الوظائف.

مما تقدم من تعاريف يمكن القول بأن الإدارة المالية عبارة عن تجميع للأموال ومعالجة مشكلات استخدام هذه الأموال. وبناءا على هذا التعريف هنالك ثلاثة أمور يجب أن تنصب عليها الوظيفة المالية وهي:

1- معرفة حجم الأموال المستثمرة في الموجودات.
2- معرفة هيكل المطلوبات.
3- معرفة الهيكل المالي للمنشأة.

واستنادا إلى هذه الأمور لابد لهيئة المنشأة أن تتخذ ثلاثة قرارات إستراتيجية وهي:

1- سياسة الاستثمار Investment Policy
2- سياسة التمويل Funding Policy
3- سياسة توزيع الحصص Policy of Share Allocation

وهذه القرارات تشكل بمجموعها المهمات الأساسية لوظيفة الإدارة المالية الحديثة ثم أعقب ذلك كتاب آخرون عرفوا الوظيفة المالية بتعاريف أخرى تنسجم مع حالة التطور الذي بلغته الوظيفة المالية جراء التطور العام في المجتمع من نواحي عديدة اقتصادية, اجتماعية, تكنولوجية, مالية.. الخ.

فقد عرفها الكاتب (Van Horne) بأنها الإدارة التي تهتم بتجهيز الأموال ووسائل الدفع بل أنها تقوم بدور واسع في التخطيط المالي وإدارة الموجودات لتحقيق أقصى الأرباح مقابل تحمل المخاطرة Risk وتنويع الاستثمارات (Diversification of

Investment) من اجل تخفيف اثـر المخـاطر. حيـث يمتـاز هـذا التعريـف بأنـه اخـذ بنظـر الاعتبـار آثـار المخاطر والتوازن بينها وبين تحقيق أقصى الأربـاح فضـك عـن اخـذ المعـايير السـابقة بنظـر الاعتبـار والتـي أشارت إلى أن الوظيفة المالية هي وظيفة أساسية تربط باقي الوظـائف بعضـها بـبعض ودورهـا الفعـال في التخطيط والرقابة.

2.1 : أهمية الإدارة المالية بين العلوم الأخرى

The Importance of Financial Management Among Other Science

لقد تطرقنا في الموضوع السـابق إلى مفـاهيم الإدارة الماليـة بشـكل عـام ولاحظنـا أن الإدارة الماليـة تستخدم في اتخاذ جميع القرارات على المستويات الإداريـة المختلفـة واسـتخدامها الشـامل هـذا يتـأتى مـن كونها ترتبط بعلوم واختصاصات أخرى تستخدم في عملية اتخاذ القرارات ومن بين هـذه العلـوم المحاسـبة والاقتصاد والإحصاء والتسويق والعلوم الكمية والسلوكية.

1- المحاسـبة Accounting: تـرتبط الإدارة الماليـة بالمحاسـبة ارتباطـاً وثيقـاً بـل أنهـا كانـت جـزءاً من هذا الحقل ثم انفصلت بعد ذلـك لتكـون وظيفـة مسـتقلة بحـد ذاتهـا فالوظيفـة الماليـة هي وظيفة مكملة للمهمات التي تقوم بها المحاسبة وليسـت بـديك عنهـا ذلـك أن المحاسـب يقوم بأعداد القوائم والتقارير الدورية والكشوفات المحاسـبية والمحلـل أو المـدير المـالي يقـوم بتحليل هذه القوائم ودراستها ومن ثم إعداد صيغة قرار يرفـع إلى الجهـات العليـا في المنشـأة لإصداره.

2- الاقتصاد Economic : كذلك ترتبط الإدارة الماليـة بعلـم الاقتصـاد ارتباطـاً وثيقـا سـواء كانـت هـذه العلاقة على مستوى الاقتصاد الجزئي Micro Economic أو على مستوى الاقتصاد الكـلي Macro-Economic وذلك لان الوظيفـة الماليـة تحتـاج عـلى المسـتوى الجـزئي إلى معلومـات عـن موقعهـا بالنسبة للقطاع الذي تعمل فيه من ناحية درجـة المنافسـة ونوعيـة المنتجـات والأسـعار والانفـراد في السوق والناحية التكنولوجية والكوادر المستخدمة في المنشـآت. وكـذلك تحتـاج المنشـآت.الماليـة إلى معلومـات عــن الاقتصــاد الكــلي مــن ناحيــة معرفــة المشــكلة الاقتصــادية مكــر التضــخم

والانكماش والركود الاقتصادي والازدهار ومن ناحية الاستثمارات ومبادرات البلد وقوته الاقتصادية.

3- الإحصاء Statistics: كما ترتبط الوظيفة المالية بعلم الإحصاء نظرا لاستخدامها استخداما فعالاً المعطيات الإحصائية وقوانين الإحصاء مثل الانحراف المعياري ومعاملات الارتباط والوسط الحسابي وغيرها والتي تخدم الوظيفة المالية في عملية اتخاذ القرارات.

4- التسويق Marketing: يعد التسويق علماً وثيق الصلة بالإدارة المالية حيث أن إنتاج السلعة وزيادة حجم المبيعات وطرح منتجات جديدة يتطلب مبالغ إضافية كبيرة لغرض إنجاح عملية تسويق المنتجات في المنشأة وتوجيهها نحو الأسواق.

5- العلوم الكمية Quantitative Science: إن تطور الإدارة المالية جاء نتيجة مواكبتها التطور الحاصل في العلوم الأخرى مثل الرياضيات والإحصاء والحاسبات الالكترونية واستخدامها كأدوات للنهوض بمهامها وان الأساليب الكمية واستخداماتها في اتخاذ القرارات تطورت من خلال تطور استخدام مفاهيم هذه العلوم ونظرياتها وعليه فأن نظريات الإدارة المالية تستخدم جميع الطرق الرياضية والإحصائية في معالجتها للأمور. ويمكن حصر الطرق الشائعة الاستخدام بما يلي:

أ- طريقة المربعات الصغرى Least Square Method

ب- صافي القيمة الحالية Net Present Value (NPV)

ج- نظريات الاحتمالات Theories of Probabilities

ح- البرمجة الخطية Linear Program

خ- المصفوفات Matrices

د- نظرية المسار الحرج Theory of critical path

ذ- نظرية المباراة Game Theory

ر- أسلوب المحاكاة Simulation

ز- دراسة النماذج Study of Models في ترشيد وتدريب الكوادر الإدارية على عملية صنع أو اتخاذ القرارات.

6- العلوم السلوكية Behavioral science: ترتبط الإدارة المالية ارتباطاً وثيقاً بعلم الاجتماع وعلم النفس ذلك لان المنشأة عادة ما تتكون من مجموعة عوامل اقتصادية تعمل بشكل منسق لغرض إنتاج أو خلق منفعة اقتصادية ومن بين هذه العوامل الاقتصادية هي الموارد البشرية. وعليه يتعين على الإدارة المالية أن تتعامل بايجابية مع العنصر البشري العامل في المنشأة من خلال توفير مناخ اجتماعي ملائم للعاملين بشتى الوسائل والإمكانيات المتاحة لفرض جعل الأفراد الذين يعملون في المنشأة يشعرون بالرضى على المنشأة ومن ثم يعود ذلك بشكل غير مباشر على زيادة إنتاجية المنشأة productivity وزيادة ربحيتها profitability وهنالك وسائل عديدة تستخدم لتحقيق هذا الغرض.

3.1 التطور التأريخي للإدارة المالية

Historical Development of Financial Management

تطورت الإدارة المالية منذ نشوئها وحتى ألان عبر مراحل يمكن إيجازها بما يلي:

المرحلة الأولى: (مرحلة ما قبل الثورة الصناعية) وهي المرحلة التي تركزت في القرن التاسع عشر حيث كانت فيها الإدارة المالية فرعا من فروع الاقتصاد وكانت التقارير المالية تعد من قبل المحاسبة المالية وهي أشبه ما تكون عقيمة نظرا لعدم احتوائها على معلومات تحليلية متنوعة.

المرحلة الثانية: (مرحلة بداية القرن العشرين) حيث تركز اهتمام الإدارة المالية في هذه المرحلة على كيفية الحصول على الأموال من المصادر الخارجية بعد أن تحولت الشركات من فرد إلى شركات أشخاص ثم إلى شركات مساهمة أو شركات أموال إبان الثورة الصناعية وظهور التكنولوجيا والمنشآت الصناعية الكبيرة إذ إن الإدارة المالية في هذه المرحلة وكزت على جمع الأموال واستثمارها وخدمة التطور والتنمية

في المنشآت والاستفادة أقصى ما يمكن من مفهوم الإنتاج الواسع Mass production .

المرحلة الثالثة: (الثلاثينات من القرن العشرين) لقد انصب اهتمام الإدارة المالية في هـذه المرحلـة عـلى وسائل ضمان حقوق المنشأة والمتعـاملين معهـا وهنـا بـرزت سـيطرة الناحيـة القانونيـة عـلى إدارة المشاريع في هذه المرحلة وزاد الاهتمام بالقوائم المالية ونشر البيانـات والهيكـل المـالي أو التمـويلي بسبب فشل الكثير من المشاريع وتصفيتها خلال الأزمـات الاقتصـادية ولـذلك تركـز اهـتمام الإدارة المالية عـلى النـواحي القانونيـة في هـذه المرحلـة وحمايـة حقـوق المسـاهمين في الشركـات بسـبب انحلالهـا وتصـفيتها خـلال الأزمـات الاقتصـادية ابتـداءً مـن الأزمـة الاقتصـادية عـام 1929 وانتهـاء بالحرب العالمية الثانية عام 1939.

المرحلة الرابعة: (مرحلة ما بعـد الحـرب العالميـة الثانيـة والامتـداد حتـى عقـد الخمسـينات) لقـد زاد اهتمام الإدارة المالية بالنواحي التحليلية للقـوائم الماليـة ودراسـة الهياكـل التحويليـة العامـة بغيـة استخدام أساليب التخطيط المالي والرقابة لمساعدة الإدارة للنهـوض بمهامهـا وذلـك لنـدرة العنـاصر المالية أو الأموال من جهة والحاجة المتزايـدة للـدخول في مختلـف الأنشـطة الاقتصـادية مـن جهـة أخرى.

المرحلة الخامسة: (مرحلة الستينات) برز اهتمام الإدارة المالية في هذه المرحلة بالتخطيط للاسـتثمارات طويلة الأجل وإعداد الموازنات التقديرية وذلك من خلال إعداد سلسلة مـن الموازنـات التخطيطيـة للمبيعات والإنتاج والتكـاليف بغيـة تعزيـز القـوائم الماليـة الفعليـة والتقديريـة وتعـديل الأسـعار وزيادة الإنتاجية والربحية. وقد اسـتخدمت في هـذه المرحلـة أسـاليب بحـوث العمليـات والطـرق الرياضية والإحصائية لغرض الحصول على معلومات أكثر دقة وواقعية تسـتخدم في صـنع القـرارات الإدارية.

المرحلة السادسة: (مرحلة السبعينات) تركز الاهتمام في الإدارة المالية على دراسة كلفة رأس المال وتنويع المحفظة المالية (ملف خاص بالأسهم والمستندات) فضلاً عن إدخال عنصر التضخم في إعداد القوائم المالية والتحليل المالي.

المرحلة السابعة: (مرحلة الثمانينات) تميزت هذه المرحلة بصناعة المعلومات خدمة للقرارات الإدارية وقد ظهرت مدرسة جديدة ترى إن نظم المعلومات الاقتصادية تعد التعبير الحقيقي عن الإدارة المالية. ولقد أصبحت المعلومات التي تقدمها الإدارة المالية في السنوات الأخيرة من القرن الماضي حالها حال أية سلعة أخرى تباع وتشترى حيث تقوم أجهزة متخصصة في المعالجات المالية بصناعة القرارات سواء كانت ذات طبيعة خاصة أو ذات طبيعة مشتركة وأخذت هذه الأجهزة تتعامل مع هذه القرارات بالتصرف بها في البيع إلى الأطراف المستفيدة منها وبتعبير أخر هنالك نماذج معدة بطرق رياضية ومبرمجة على الحاسبات الإلكترونية جاهزة لكي تباع ومن ثم تستخدم من قبل الشركات التي تعاني من صعوبات في الإدارة المالية أو الاقتصادية أو نواح أخرى من نشاطاتها.

المرحلة الثامنة: (عام 1985) أخذت الإدارة الإستراتيجية Strategic Management تلعب دورا مهماً في الشركات وأصبحت الإدارة المالية إحدى الاستراتيجيات الوظيفية في الشركة.

المرحلة التاسعة: (عام 1997 وحتى يومنا هذا) أخذت المالية الدولية of finance Globalization دوراً مهماً حيث أصبح التركيز على نقل الأموال عبر الدول والاستثمار العالمي بسبب كسر الحواجز بين دول العالم حيث أصبح العالم سوق واحدة مما أدى إلى ظهور العولمة, واقتصاد السوق, والخصخصة, والاتفاقات الدولية التي يرعاها البنك الدولي ومنظمة التجارة العالمية. ويتوقع في العشرين سنة القادمة أن يتم التركيز على التغير في البيئة واثر ذلك على أداء وكفاءة الإدارة المالية.

خلاصة القول من كل ما تقدم أن المرحلة الأولى التي جاءت قبل الثورة الصناعية كانت فيها الإدارة المالية فرعاً من فروع الاقتصاد والمرحلة الثانية التي تركزت في بداية القرن العشرين كانت الإدارة المالية تهتم بتجميع الموارد المالية. والمرحلة الثالثة التي امتدت في الثلاثينيات كانت مهمة الإدارة المالية البحث عن وسائل لغرض ضمان حقوق المنشأة والعاملين أو المتعاملين معها. والمرحلة الرابعة التي جاءت بعد الحرب العالمية الثانية كانت مهمة الإدارة المالية تتركز في تحليل القوائم المالية. والمرحلة الخامسة هي مرحلة الستينات فكانت وظيفة الإدارة المالية التخطيط للاستثمارات طويلة الأجل. والمرحلة السادسة هي فترة السبعينات وتركزت مهمة الإدارة المالية على مفهوم كلفة رأس المال والتنويع بالمحفظة المالية financial Portfolio. أما المرحلة السابقة والتي كانت خلال الثمانينات فتركزت الوظيفة المالية على كيفية صناعة المعلومات. أما في المرحلة الثامنة فيبرز دور الإدارة الإستراتيجية, وتلعب الإدارة المالية الدولية دوراً مهماً في المرحلة الأخيرة.

4.1 وظائف الإدارة المالية Functions of Financial Management

منذ بداية القرن الماضي وبالتحديد عام 1900 بدأت الإدارة المالية تتل أهميتها في المنشآت فقد قام الاقتصاديون بالتوسع أساساً في الاقتصاد الكلي وتركزت الدراسات على المؤسسة المالية وميكانيكية عمل السوق المالية ودراسة طرق الائتمان وبدأت منذ منتصف الخمسينات أفكار جديدة تبرز للعيان يعود مصدرها الأساسي إلى الولايات المتحدة الأمريكية في إطار النظرية الاقتصادية وتهدف إلى الاستخدام الأمثل للموارد وفي إطار تنمية وتطوير التقنيات الكمية الحديثة مثل بحوث العمليات والأدوات الجديدة للمحاسبة كالحاسبات الإلكترونية. بغية الوصول إلى مفهوم أوسع في الوظيفة المالية. وتهتم في دراسة المشكلات التي تعالج حيازة واستخدام الأموال من قبل المنشأة. وعليه فأن الإدارة المالية لها ثلاثة اهتمامات هي:

1- الحجم الكلي لرؤوس الأموال القابلة للاستثمار ومعدل نموها.

2- الموجودات القابلة لاقتناء.

3- هيكل المطلوبات.

وهذه الاهتمامات توضح ثلاثة قرارات إستراتيجية للمنشأة هي:

أ- قرار الاستثمار Investment decisions

ب- سياسة التمويل Funding Policy

ج- سياسة توزيع الحصص Share Allocation policy

إن الأهمية التقليدية للمدير المالي التي كانت تنحصر في جمع الأموال بالأساليب المعروفة والتقليدية أصبحت في عالمنا المعاصر اكبر واعقد مما كانت عليه فالشغل الشاغل للمديرين الماليين لا ينحصر في عملية الحصول على الأموال فقط وإنما في كيفية استخدامها. وعليه يعد حقاً إداريا كل من يخطط ويحلل ويراقب أعماله الأساسية التي يمارسها داخل المنشأة كوحدة متكاملة أو نظام متكامل. ومن نتائج المفهوم الحديث للإدارة المالية هنالك جملة أمور يمكن استخلاصها وعرضها بالنقاط الآتية :

1- اعتماد المفهوم المعياري الذي ينطلق من دراسة الوقائع أو الأعمال ويميل إلى استخلاص أسس القرارات بأسلوب أكثر منطقية وواقعية ويميل كذلك إلى تكوين معايير يمكن من حكها تحقيق الأهداف المرجوة.

2- التنسيق الأمثل بين مختلف الوسائل المتاحة للتمويل بالمنشأة.

3- يأخذ بنظر الاعتبار مدى الترابط بين وسائل التمويل والاستثمار وتوزيع الحصص وهذه العناصر سوف يتم التطرق إليها بشكل مختصر.

أولاً: سياسة الاستثمار Investment Policy

تمثل القرارات الاستثمارية اختيار الموجودات التي يتم إنفاق الأموال عليها وتقسم الموجودات على قسمين:

أ- موجودات طويلة الأجل: والتي يكون تأثيرها على مدى سنوات طويلة.

ب- موجودات قصيرة الأجل: هي كل الموجودات التي يمكن تحويلها إلى نقدية أو سيولة حكر السنة المالية وتتصف بدرجة عالية من السيولة.

وبناءاً على ذلك فان اختيار الموجودات يكون ذا شقين:

1- يتعلق بالاستثمارات الرأسمالية.

2- يتعلق بإدارة رأس المال العامل.

أما الاستثمارات الرأسمالية فإن هنالك عناصر أساسية تدخل في اتخاذ القرارات الرأسمالية ومنها مجموعة الموجودات في المنشأة وتكوينها والمخاطر المتعلقة بأعمال المنشأة بشكك عام، كذلك مبدأ قياس كلفة رأس المال. أما إدارة رأس المال العامل فإنها من المهام الرئيسية للإدارة المالية إذ يجب عليها خلق حالة من التوازن بين الربحية والسيولة بسب وجود تعارض بين الاثنين ويقصد برأس المال العامل الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة. فإذا كان هذا الفرق كبيرا فذلك يعني إن هنالك أموالاً كبيرة جمدت في الموجودات المتداولة كان يمكن لها أن تستثمر بشكل فعال, أما إذا كان الفرق قليك أو ساكناً فأن ذلك يعني إن المنشأة تعاني من العسر المالي أو من رداءة الوضع المالي. وعليه يجب أن تزيد من رأس المال العامل لكي تستطيع تسديد التزاماتها المستحقة خلال الفترة المالية وتلجأ المنشأة إلى ذلك بإتباع أساليب متعددة سندرسها لاحقاً.

ثانياً: قرارات التمويل Funding Decisions

وهي من القرارات التي يهتم بها المدير المالي وينصب الاهتمام على مثل هذه القرارات باختيار المزيج المثالي للتمويل مثل هيكل رأس المال أي ينصب على حالة من التوازن في أنواع مصادر التمويل وحجم رأس المال المساهم به ومن المعروف أن مصادر التمويل تتكون من مصدرين داخلي وخارجي ومصادر التمويل الداخلية تتأتى من التمويل الذاتي للمنشأة والذي يحتسب من خلال الأرباح المحتجزة لدى المنشأة. أما مصادر التمويل الخارجية فهي عادة ما تكون حصلت عليها المنشأة مقابل إصدارات الأسهم العادية والممتازة ومساهمة الجمهور فيها وكذلك القروض طويلة الأجل.. الخ.

ثالثاً: سياسة توزيع الأرباح المساهمين Share Allocation Policy

تمارس المنشأة نشاطاتها التشغيلية وتبيع إنتاجها لتحصل على عوائد وإيـرادات تـوزع عـلى عوامـل الإنتاج الأربعة المساهمة في العملية الإنتاجية, وتقوم بعـد إجـراء ذلـك بأتبـاع سياسـة توزيـع الحصـص أو توزيع الأرباح فالسياسة التي تتبعها المنشأة في التوزيع عادة ما تجسد الوضـع المـالي والاقتصـادي للمنشـأة نفسها وتكون هذه السياسة على النحو الآتي:

1. أما أن تلجأ المنشأة إلى توزيع كل الأرباح للمساهمين نقدا.
2. أما أن تلجأ المنشأة إلى احتجاز كل الأرباح لغرض التمويل الذاتي.
3. أو أن تلجأ المنشأة - وهذا ما هو شائع في الحياة العملية - إلى احتجاز جزء من الأرباح لديها وتوزيـع المتبقي منها على المساهمين وفي كـل الحـالات فـإن ذلـك يـؤثر سـلبا أو إيجابـاً عـلى الوضـع الخـاص بالمنشأة في السوق المالية أي أسعار أسهمها في السوق المالية.

فضلاً عن الوظائف الأساسية الثلاث التي تم توضيحها فهنالك بعض الوظائف الإدارية المهمة والتي تقوم بها الإدارة المالية وهي الآتي:

-1 التنظيم المالي Financial Organization
-2 التخطيط المالي Financial Planning
-3 الرقابة المالية Financial Control
-4 التحفيز المالي Financial Motivations
-5 تنمية وتكوين المدراء الماليين Development and Formation of Financial Managers

5.1 أهداف الإدارة المال Objectives of Financial Management

تسـعى الإدارة الماليـة إلى تحقيـق أهـداف متعـددة نابعـة مـن الأهـداف الإسـتراتيجية لـلإدارة العليـا في المنشـأة وقـد تكـون هـذه الأهـداف تقليديـة نشـأت بنشـوء الشركـات وظهورهـا للوجـود وهـذه الأهـداف عـادة مـا تنبـع مـن النـوازع الذاتيـة للأفـراد ومؤسـسي

الشركات والهادفة إلى تحقيق منافع شخصية كما أن هذه الأهداف قد تكون متطورة بشكل يساير التطورات الحاصلة في مفهوم المنشأة في عالمنا المعاصر. إذ أن الأهداف وفق هذا التصور تتماشى مع السياسات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية وغيرها من السياسات الأخرى ولكن بشكل عام يمكن حصر أهداف الإدارة المالية بثلاثة أو أكثر من الأهداف الرئيسية والتي يمكن إيجازها بما يلي:

1- تجميع اكبر رصيد نقدي للمنشأة: Aggregating the targets Balance for the firm
تستهدف الوظيفة المالية التقليدية وبخاصة في الشركات الفردية أو ذات الحجم الصغير تجميع اكبر رصيد نقدي للمنشأة وبطبيعة الحال إن هذا الهدف من الأهداف التقليدية التي رفضت من قبل غالبية علماء الإدارة المالية وذلك لان هدف تجميع اكبر رصيد نقدي للمنشأة يمكن أن يتحقق على حساب أهداف أخرى تسعى المنشأة إلى تحقيقها. فالسؤال الذي يطرح هنا كيف يتم تجميع اكبر رصيد نقدي طالما تسعى الشركة أو المنشأة للاستمرار في حياتها وتوزيع الأرباح على المساهمين فيها؟

يتحقق هذا الهدف بواحدة من طريقتين هما:

أ- أن تتخلى المنشأة عن بعض من أصولها أو موجوداتها من خلال التصرف بها بالبيع حتى تتمكن من الحصول على الأموال.

ب- أن تحجز كامل الأرباح لديها دون توزيعها على المساهمين وفي هذه الحالة يؤدي ذلك إلى الإضرار بمصالح المساهمين.

وفي الحالتين فإن ذلك يؤدي إلى تجميع أموال لدى المنشأة ومن ثم إعادة استثمارها لكنه يتعين على الوظيفة المالية كأداة من أدوات الإدارة العليا للمنشأة أن تخلق حالة من التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة إليها والتدفقات النقدية الخارجة منها. وفي هذه الحالة يتعين عليها أن تجعل من الصندوق حالة موجبة أو تخلق حالة توازن في الصندوق ويقصد بحالة التوازن جعل الصندوق موجبا في لحظة معينة من خلال تعامله مع الأطراف الأخرى.

ولذلك فان خلق حالة التوازن في الصندوق عادة ما تنبع من العلاقة بين الدورات الماليـة الـثلاث في المنشأة وهي:

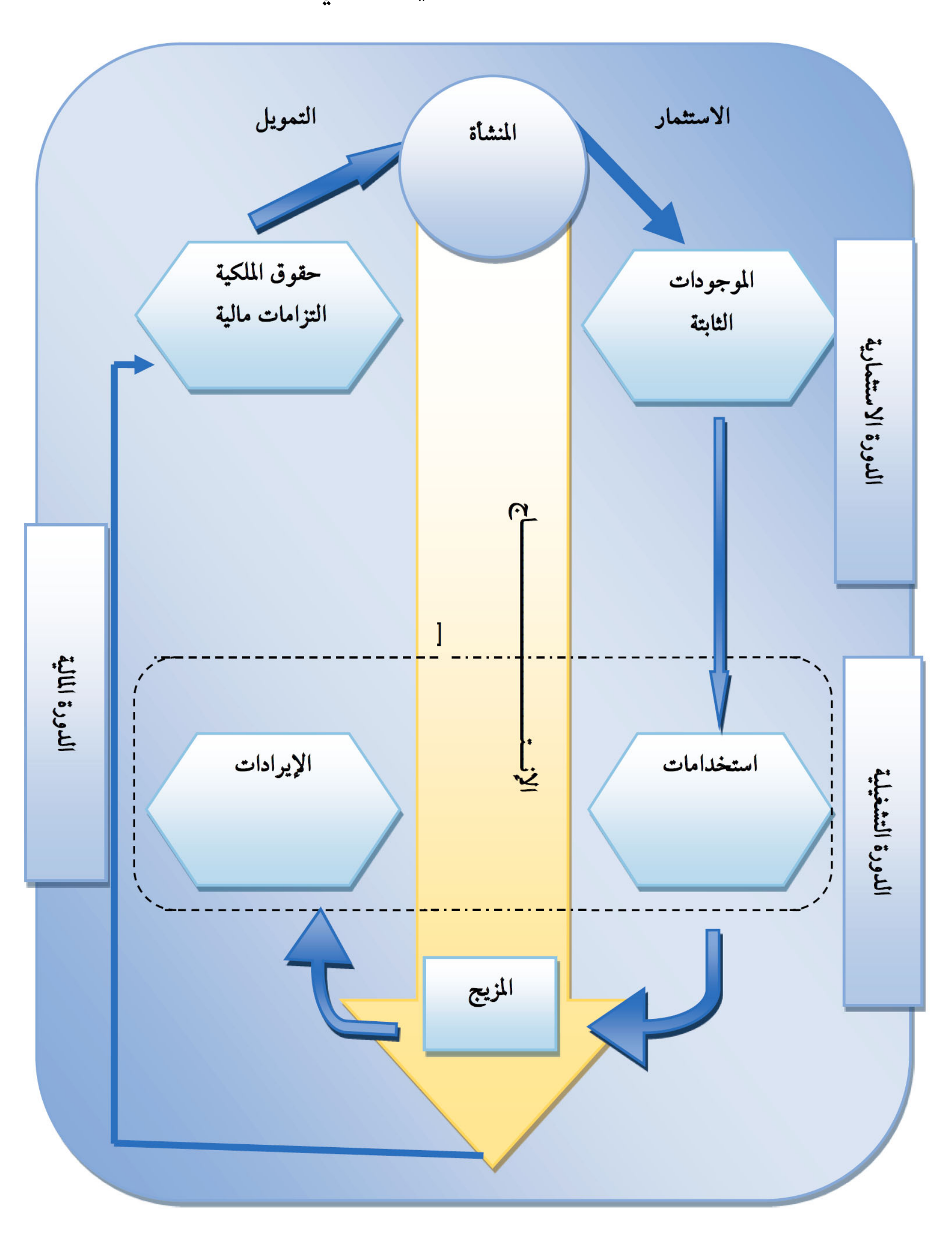
1- دورة الاستثمار Investment Cycle

2- دورة التشغيل Operation Cycle

3- الدورة المالية Financial Cycle

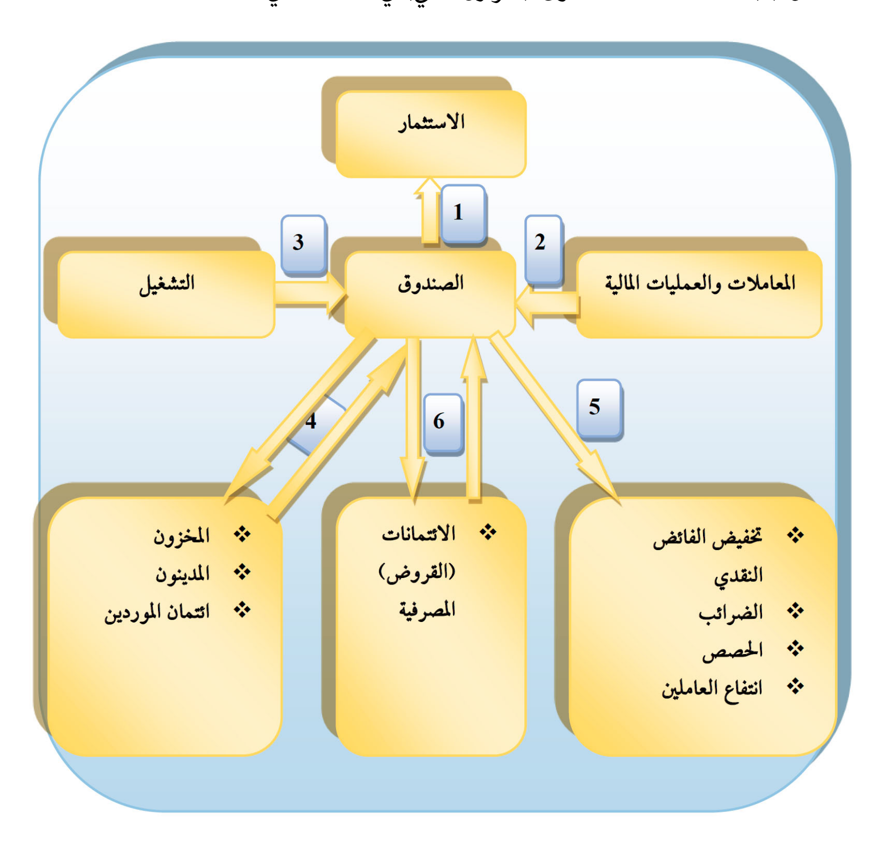
والتي يمكن تصويرها بالمخطط الاتي:

الشكل (2) مخطط الدورات المالية الثلاث في المنشأة



ويمكن تصوير حالة الصندوق (التوازن المالي) بالمخطط الآتي:

الشكل (3) مخطط حالة الصندوق (التوازن المالي) في المنشأة الآتي:



إن التوازن المالي يعتمد على التدفقات الناجمة عن الدورات المالية الثلاث وهي:

أ- دورة الاستثمار: الواردة في العلاقة (1) والتي تمثل مصروفات الاستثمار أو تكوين رأس المال الإنتاجي أي عناصر الطاقة الإنتاجية أو الموجودات الثابتة.

ب- الدورة المالية: العلاقة رقم (2) التي تمثل رصيد العمليات المالية من قروض واقتراض وتعويضات.

ج- الدورة التشغيلية: العلاقة رقم (3) التي تمثل التدفق النقدي المتحصل من التشغيل فضلاً عن العلاقات الواردة في الأرقام (4), (5), (6).

2- تحقيق أقصى العوائد الممكنـة للمنشـأة Achieving The Maximum Possible returns for the firm كذلك تسعى المنشأة ضمن أهدافها إلى تحقيق أقصى العوائد الممكنة للشركة ولكن يؤخذ عـلى هذا الهدف أنه لا يأخذ بنظر الاعتبار عامل التوقيت للحصـول عـلى هـذه العوائـد كـما انـه لا يأخـذ بنظر الاعتبار درجة المخاطرة التي تتحملها المنشأة من اجل الحصول على تلـك العوائـد بالإضـافة إلى عدم وضوح ماهية العوائد هل هي عوائد صافية؟ أم بعد طرح الضريبة منها؟ أم إنها عوائـد وأربـاح تشغيلية؟

ولهذا فان هـذا الهـدف يعتـبر مـن الأهـداف التقليديـة التـي نشـأت بنشـوء الشركـات وذلـك لان الشركات الحديثة قد لا تستهدف تحقيق أقصى العوائد, وإنما تستهدف تحقيـق أهـداف أخـرى إضـافية إلى هذا الهدف قد تكون اجتماعية واقتصادية وغيرها.

فتحقيـق الأهـداف الاجتماعيـة ينصـب في تعليـة العائـد الاجتماعـي للمنشـأة وتحقيـق الأهداف الاقتصادية ينصب في تعلية القيمة المضافة Add Value التي تولدها المنشـأة للاقتصـاد الوطني.

وعليه يمكن القول إن أهداف المنشأة الحديثة قد اختلفـت عـن أهـدافها التقليديـة. وأصبـح هـذا الهدف مرفوضاً مـن قبـل غالبيـة المنشـآت الحديثـة في العـالم. لكـن ممكـن أن يكـون هـذا الهـدف ضـمن الأهداف العامة للمنشأة وهي إمكانية تحقيق عوائد معقولة للمنشـأة ولـيس تحقيـق أقصى العوائـد عـلى حساب عوامل كثيرة داخل المجتمع.

3- تعلية القيمـة السـوقية للسـهم: Overestimating The Market Value of Stocks لقـد بـرز هذا الهـدف في السـنوات الأخـيرة كأحـد الأهـداف الرئيسـة التـي يجـب عـلى الإدارة الماليـة أن تحققها وهو إيجاد قيمة أعلى للمنشأة وهذه القيمـة تكـون إجماليـة ويمكـن أن يسـتفاد منهـا لأغراض عديدة منها حالة البيـع والشراء والتصـفية والانفصـال أو التـامين أو لأغـراض رقابيـة أو ضريبية.. الخ من الأمور التي تستلزم معرفة قيمة المنشأة. ومن أجل إيجـاد قيمـة المنشـأة لابـد من معرفة عاملين رئيسيين:

أ- مقدار العوائد: Expected Returns المتوقع الحصول عليها في المستقبل وتتحدد هذه العوائد بالعائد السنوي الممكن تحقيقه.

ب- درجة المخاطرة: وتقاس من خلال معدل الفائدة السائد في السوق المالية أو معدل عائد الاستثمار المرغوب أو المنشود أي نسبة الرسملة capitalization.

وعليه فان قيمة المنشأة تتحدد من خلال العاملين السابقين والتي يمكن إيجادها عن طريق العلاقة الآتية:

$$\text{قيمة المنشأة} = \frac{\text{العوائد المتوقعة}}{\text{نسبة الرسملة}}$$

حيث إن نسبة الرسملة = درجة المخاطرة

فإذا فرضنا أن إحدى المنشآت تحقق عوائد سنوية مقدارها (500) ألف دينار سنويا ونسبة الرسملة هي (0.20) فان قيمة هذه المنشأة تكون كالآتي:

$$\text{قيمة الشركة} = \frac{500000}{20} \times 100 = 2500000 \text{ دينار}$$

وعليه فكلما سعت الإدارة المالية إلى زيادة العوائد السنوية المتوقعة صاحب ذلك ارتفاع نسبة الرسملة التي تعبر عن درجة المخاطرة ومن ثم يؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة المنشأة التي تسعى الإدارة المالية إلى تعليتها.

مثال:

نفترض إن صافي العوائد السنوية المتوقعة للمنشأة (A) هي 720000 وصافي العوائد السنوية المتوقعة للمنشأة (B) هي 1200000 دينار وان نسبة الرسملة لكل من المنشأة (A) و(B) هي 0.12, 0.15 على التوالي. فما هي قيمة كل من المنشأتين.

$$\text{قيمة المنشأة (A)} = \frac{72000}{0.12} = 6000000 \text{ دينار}$$

$$\text{قيمة المنشأة (B)} = \frac{1200000}{0.15} = 8000000 \text{ دينار}$$

فقيمة المنشأة تتأثر بعاملين مهمين هما العائد المتوقع ونسبة الرسملة فنلاحظ من خلال المثال إن المنشأة (B) رغم ارتفاع العوائد السنوية المتوقعة بشكل كبير عن عوائد المنشأة (A) إلا إنها حققت قيمة للمنشأة بلغت 8000000 دينار وذلك لارتفاع درجة

المخاطرة. فلو افترضنا أن المنشأة (B) تحقق عوائد صافية سنوية بمبلغ 1250000 دينار ودرجة مخاطرة 0.25 ففي هذه الحالة نجد أن قيمتها تساوي:

$$\text{قيمة المنشأة (B)} = \frac{1250000}{0.25} = 5000000 \text{ دينار}$$

ففي هذه الحالة قيمة المنشأة (B) أصبحت اقل من المنشأة (A) وذلك بسبب ارتفاع درجة المخاطرة. وعليه يتعين على الإدارة المالية أن تسعى إلى تحقيق أعلى قيمة للمنشأة من خلال تحقيق أعلى العوائد السنوية المتوقعة وأدنى معدل لنسبة الرسملة وعليها أن توازن بين مقدار تضحياتها بجزء من العوائد مقابل تخفيض درجة المخاطرة.

وهنالك هدف أخر رديف إلى هدف تحقيق أعلى قيمة سوقية للمنشأة يتمثل هذا الهدف في تحقيق أعلى قيمة سوقية للسهم الواحد. وذلك يتأتى من خلال عملية التنسيق بين عوامل متعددة منها مقدار الحصص المتوقع توزيعها ومقدار الربحية أو نسبة الربحية المتوقعة ونسبة الزيادة المتوقعة في الأرباح ومن اجل إيجاد قيمة السهم الواحد لابد من استخدام المعادلة الآتية:

$$\text{قيمة السهم} = \frac{\text{عدد الحصص (الاسهم)}}{\text{الربحية المتوقعة- معدل الزيادة في الأرباح}}$$

حيث أن: الربحية المتوقعة (نسبة الفائدة السائدة في السوق).

مثال:

نفترض إن عدد الأسهم في إحدى المنشآت يبلغ 1000 سهم ونسبة الفائدة السائدة في السوق المالية 0.10 ويتوقع أن تزداد الأرباح بمعدل 0.5 فما هي قيمة السهم الواحد؟

$$\text{قيمة السهم} = \frac{1000}{0.10} = 10000 \text{ دينار}$$

وعند ضرب قيمة السهم في عدد أسهم المنشأة نحصل على اجمالي قيمة المنشأة.

تطرقنا فيما تقدم إلى استخراج قيمة المنشأة وفق حسابات قد تكون محاسبية أو مالية كانت معتادة في أدبيات الإدارة المالية لكن يمكن القول أن هنالك معايير متعددة لاحتساب قيمة المنشأة تتمثل هذه المعايير بالآتي:

1- المعايير الشخصية Subjective Standards

2-المعايير الموضوعية Objective Standards

3- المعايير الاقتصادية Economic Standards

تعتمد المعايير الشخصية على عاملين أساسيين هما العوامل السيكولوجية أو النفسية والعوامل الاقتصادية وهذان العاملان يساعدان على توليد القوة في الرغبة بالشراء. حيث أن العوامل النفسية تستند إلى مفهوم السمعة الجيدة للمنشأة وكلما كانت سمعة المنشأة جيدة كلما أعطيت قيمة أعلى والعكس صحيح. أما العوامل الاقتصادية فتستند إلى الندرة والاحتكار للمنشأة وانفرادها في السوق وكلما اتصفت بذلك حصلت على قيمة أعلى من قبل المشتري.

أما المعايير المحاسبية (الموضوعية) فإنها تقوم على أساس إيجاد أنواع متعددة من الربحيات منها الربحية المالية والقيمة السوقية والقيمة الحقيقية أو الجوهرية والقيمة المحاسبية.

وأما المعايير الاقتصادية فهي تندرج ضمن معيارين أساسيين هما استخدام شهرة المحل في تحديد قيمة المنشأة وكذلك استخدام صافي التدفق النقدي لاحتساب قيمة المنشأة.

أسئلة الفصل الأول

1- ما هو المفهوم الإدارة المالية؟

2- أذكر الأمور التي تنصب عليها مفاهيم الإدارة المالية؟

3- ماهي القرارات الاستراتيجية التي يجب أن تتخذها هيأة المنشأة؟

4- أستخرج مكانة الإدارة المالية بين العلوم الأخرى؟

5- أشرح مراحل التطور التاريخي للإدارة المالية.

6- أذكر اهتمامات الإدارة المالية.

7- ماهي الأمور التي يستند إليها المفهوم الحديث للإدارة المالية؟

8- صف سياسة توزيع الأرباح في المنشأة التي تجسد الوضع المالي والاقتصادي للمنشأة.

9- ماهي أهداف الإدارة المالية؟

10- ارسم الدورات المالية في المنشأة.

الفصل الثاني

دوال القيمة الأربعة

Four function of Value

الفصل الثاني

دوال القيمة الأربعة Four function of Value

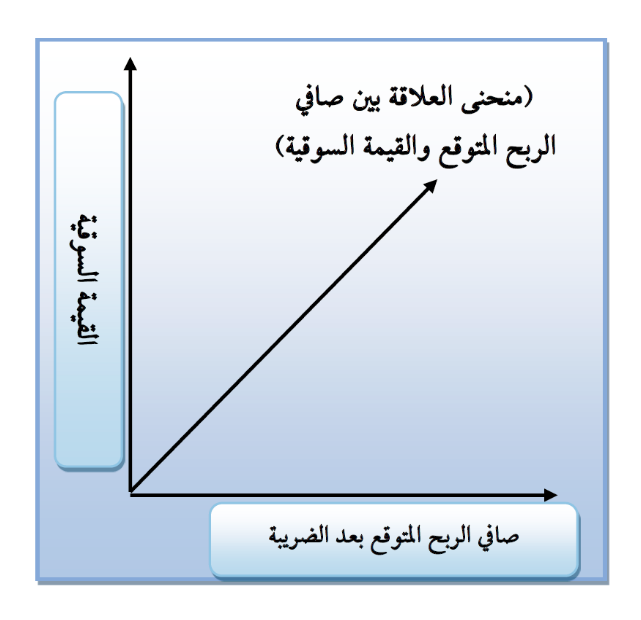
تحدثنا في الفصل السابق عن قيمه المنشأة، وسنعرض في هذا الفصل لدراسة التغيرات التي تؤثر في القيمة السوقية لأسهم الشركات. فهنالك أربعة دوال تؤثر على القيمة السوقية للسهم وهي:

1. العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحيته.
2. العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح.
3. العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والسيولة.
4. العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الونا، بالالتزامات.

1.2 العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحيته

Functional Relationship Between Market Value of Stock and its Profitability

تتأثر القيمة السوقية للسهم بصافي الربح المتوقع بعد الضريبة وتكون هذه الحركة دائمة وتدل على فاعلية إدارة الأموال فعندما يتوقع المستمرون أن هنالك زيادة في صافي الربح بعد الضريبة فأنهم يقدمون على اقتناء أو شراء الأسهم وبالتالي تزداد القيمة السوقية للسم وتمثل هذه العلاقة دالة خطية وتكون العلاقة كذلك طردية ما بين زيادة صافي الربح بعد الضريبة وزيادة القيمة السوقية مع ثبات العوامل الأخرى باستثناء العوامل التي لا يمكن للمنشأة السيطرة عليها ولتوضيح ذلك يمكن ملاحظة الرسم التالي حيث يتضح من الرسم أن العلاقة طردية بين القيمة السوقية وصافي الربح المتوقع بعد الضريبة وتفيد هذه العلاقة في توجيه القرارات المالية من قبل المدير المالي والشكل (1) يبين هذه العلاقة.



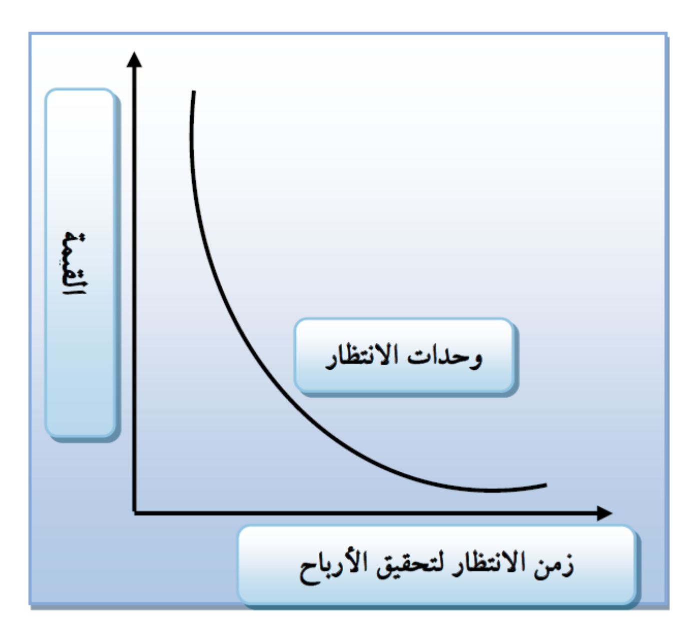
(1) العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحيته

2.2 العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح

Functional Relationship Between Market Value of Stock and the Time of Making Profits

كما لاحظنا أن العلاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم وصافي الربح المتوقع. وهـذه العلاقـة تكون عكسية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح. ومثال عـلى ذلـك إذا تـم التوقـع بـأن يكون هنالك توزيع ربح فوري فان القيمة السوقية للسهم تكون اكبر مـما لـو تـم توزيـع الـربح بعـد شهر أو سنة. أو إذا تم التوقع بأن كشف الدخل عن فترة ثلاثة اشهر يحتـوي عـلى اربـاح فـان القيمـة السوقية للسهم تكون اكبر مما لو احتوى كشف الدخل على الأرباح بعـد سـنة أو أكـثر. وبالتـالي كلـما زادت فترة تحقيق الأرباح كلما انخفضت القيمـة السـوقية للسـهم ونلاحـظ ذلـك مـن خـلال الرسـم. وتفيد العلاقة العكسية بين القيمة السوقية للسهم وفترة الانتظار في جذب اكبر عدد ممكن من المسـتمرين لغـرض اقتنـاء أسـهم المنشـأة فـإذا صرحت المنشـأة أن هنالـك صـافي أربـاح متوقـع سـوف تحصـل في

القريب العاجل للمنشأة من خلال كشوفاتها فسيؤدي ذلك حتماً الى زيادة الطلب على أسهم المنشأة ومـن ثم زيادة القيمة السوقية لها وهذا من مهام الإدارة المالية والشكل (2) يوضح هذه العلاقة.



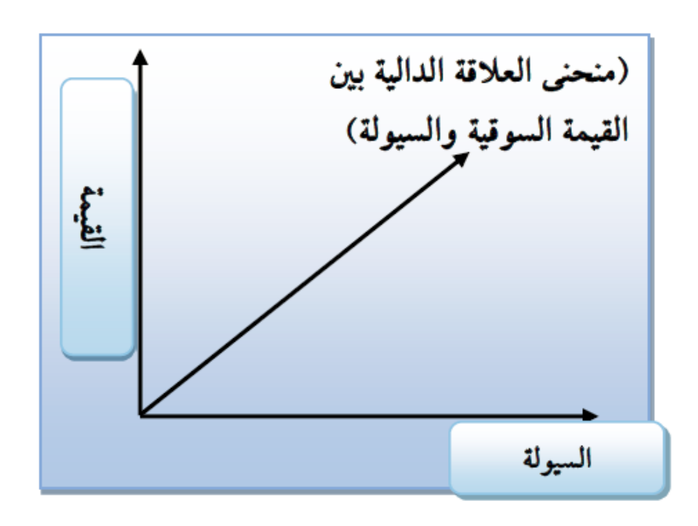
شكل (2) العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح

3.2- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والسيولة

Functional Relationship Between Market Value of Stock and Liquidity

تعرف السيولة بأنها إمكانية تحويل الموجودات المتداولة إلى نقدية وتختلف درجـة مرونـة تحويـل الموجودات المتداولة بعضها عن البعض الأخر فمنها ما يتم تحويله بسرعـة إلى نقديـة كالاسـتثمارات الماليـة في الأسهم ومنها ما يصعب نوعا ما تحويله إلى سيولة نقدية كالمخزون مـثلاً، ولـذلك فـأن للقيمـة السـوقية للسـهم علقة دالية مع السيولة. فإذا ما نظرنا إلى السيولة الخاصة بالمنشأة مـن الناحيـة الإيجابيـة فانـه يمكـن الحكـم عـلى ارتفـاع القيمـة السـوقية للسـهم وتكـون هـذه العلاقـة طرديـة حيـث كلـما كانـت درجـة السـيولة عاليـة ترتفـع

القيمة السوقية للسهم والسبب في ذلك هو إمكانية دخول المشروع أو المنشأة في مجالات استثمارية أو فرص استثمارية داخلية أو خارجية في حالة توفر السيولة لديها ومن ثم تؤدي هذه الأرباح إلى ارتفاع قيمتها السوقية وهذا يمكن ملاحظته من خلال الرسم التالي وتفيد هذه العلاقة في توجيه القرارات الإدارية وتوفير الأموال للاستثمارات سواء كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل. والشكل (3) يبين هذه العلاقة.



شكل (3) العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والسيولة

4.2- العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على الوفاء بالتزاماتها

Functional Relationship Between Market Value Stock and ability to meet Obligations

تتمثل قدرة المنشأة على الوفاء بالالتزامات في قابلية المنشأة على الإيفاء بالالتزامات المستحقة الأداء في تاريخ الاستحقاق ولا بد من التمييز بين السيولة وقدرة المشروع على أداء الالتزامات في تاريخها وهذا يساعد على تصنيف الالتزامات إلى مجموعتين من حيث درجة السداد:

1) الالتزامات مبكرة السداد.
2) الالتزامات آجلة السداد.

ويعتبر هذا التصنيف في بيان مصادر التمويل التي يمكن الاعتماد عليها في سداد الالتزامات من تاريخ استحقاقها وكذلك بيان نوع التمويل سواء كان داخليا وخارجيا ولبيان العلاقة ما بين القيمة السوقية للسهم والقدرة على أداء الالتزامات لا بد من دراسة هذه الظاهرة وهذه العلاقة واستخراجها من البيانات المحاسبية المدرجة في الكشوفات المالية مثل النسب المالية ونسب إجمالي الأصول إلى المديونية ولتوضيح ذلك يمكن ملاحظة الرسم التالي حيث يلاحظ من الرسم انه كلما زاد معدل العائد من إجمالي الأصول إلى المديونية فان ذلك يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم حيث يلاحظ إن معدل العائد ازداد من صفر إلى 1 ويلاحظ ارتفاع في القيمة السوقية من 0-10 وعندما ازداد معدل العائد من 1- 2 نلاحظ ارتفاع القيمة السوقية إلى 20 وهكذا فان العلاقة تكون بالزيادة دائماً فكلما زاد معدل إجمالي الأصول إلى المديونية كلما زادت القيمة السوقية بنفس الدرجة.

أسئلة الفصل الثاني

1- أشرح العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم وربحية السهم, وصف هذه العلاقة بالرسم البياني.

2- أشرح العلاقة الدالية بين القيمة السوقية للسهم ةومن تحقيق الأرباح, مع توضيح هذه العلاقة على السهم البياني.

3- أشرح العلاقة الدالية بين العلاقة السوقية للسهم والسيولة مع بيان ذلك على الرسم البياني.

4- وضح العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وقدرة المنشأة على الوفاء بألتزاماتها, مع بيان ذلك على الرسم البياني.

الفصل الثالث

التحليل المالي Financial Analysis

الفصل الثالث

التحليل المالي Financial Analysis

يمثل تحليل القوائم المالية طريقة لمراجعة وتحليل التقارير المحاسبية للشركة (القوائم المالية) من أجل قياس أدائها المستقبلي أو الحالي أو المتوقع في المستقبل. تتيح عملية مراجعة الكشوف المالية اتخاذ قرارات اقتصادية أفضل. والغرض الأساسي من تحليل القوائم المالية هو استخدام المعلومات حول الأداء السابق للشركة من أجل التنبؤ بكيفية حدوثها في المستقبل. ومن الأهداف المهمة الأخرى لتحليل البيانات المالية تحديد مجالات المشاكل المحتملة واستكشاف الأخطاء ومعالجتها.

3 -1 مفهوم التحليل المالي The Concept of Financial Analysis

لقد ظهر التحليل المالي منذ بداية ظهور الوظيفة المالية كوظيفة مستقلة وكباقي وظائف المنشأة الأخرى وقد برز على وجه التحديد للوجود عام 1900 حينها أجريت دراسات ميدانية باستخدام التحليل في دراسة الوضع المالي للمنشآت. وكان ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1900, عندما أجريت دراسة على 981 شركة من خلال استخدام سبعة نسب مالية لدراسة وضع هذه الشركات, ثم ساير التحليل المالي الوظيفة المالية بشكل عام بوصفه الأساس في تطوير هذه الوظيفة كما انه ساير التطورات التي حصلت في الوظيفة المالية والمحاسبية على حد سواء بحيث أصبح بعد الحرب العالمية الثانية القاعدة الأساسية التي انطلقت منها وظيفة الإدارة المالية ووظيفة المحاسبة الى أن أصبح جزءا لا يتجزأ من الإدارة المالية وموضوعا مستقلاً بذاته يدرس في الجامعات والمدارس المتخصصة في مجال المال والاقتصاد.

وإذا ما أردنا أن نتوصل إلى مفهوم التحليل المالي فان علينا أن نميز بين نوعين من التحليل هما:

1- التحليل بالنسب المالية Analysis Financial Ratio

2- التحليل بالأساليب الكمية Analysis with Quantitative Methods

ويقصد بالتحليل بشكل عام تشخيص حالة من الحالات وإبراز نقاط الضعف أو القوة فيها.

في التحليل باستخدام النسب لا بد من التعرف على ماهية النسبة حيث يقصد بالنسبة (%) "العلاقة بين متغيرين أو بندين تربطهما خواص مشتركة أو حالة متشابهة". فإذا اعتمد التحليل على النسب فانه يقصد به إيجاد علاقات بين مقدارين أو متغيرين محاسبيين تربطهما علاقات أو خواص مشتركة لدراسة حالة معينة.

أما إذا أخذنا مفهوم التحليل باستخدام الأساليب الكمية فانه يمكن القول بأنها قد استخدمت في النصف الثاني من القرن الماضي نتيجة تطور الوظيفة المالية في ميدان العمل واتخاذ القرارات المالية. عندئذ يكون التحليل باستخدام الأساليب الكمية عبارة عن الأسلوب الذي يستخدم الأساليب الكمية في تحليل الظواهر أو النشاطات التي تمارسها المنشآت وإيجاد علاقات بين المتغيرات التي تتحكم في توجيه أنشطة المنشآت واتخاذ القرارات الخاصة بتنظيم فعالياتها كالاستثمارات والقروض والمحافظ المالية وغيرها.

وينطلق من المفهوم الأخير مفهوم التحليل المالي باستخدام الرسوم البيانية لمعرفة الاتجاهات التي توصلت إليها المؤشرات التي تم استخراجها سواء كان باستخدام النسب المالية أو الأساليب الكمية.

2-3 أسباب تطور التحليل المالي Reasons of Financial Analysis Development

هنالك أسباب عدة لتطور التحليل المالي، فتحول الشركات من شركات فردية ومن شركات أشخاص إلى شركات مساهمة وشركات أموال صاحب ذلك توسع في نشاطات المنشآت. ونموها وتطورها سواء كان هذا النمو عموديا أم أفقيا. بتعبير آخر قد يكون النمو خارجيا كما هو التوسع في الاستثمارات وعمليات الدمج مع شركات أخرى وهذا الأمر أدى الى تطور التحليل المالي بشكل يتناسب مع حجم التطور في المنشآت والتطور الحاصل في النواحي الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والتكنولوجية أدى الى

حصول تطور في نواحي التحليل المالي بحيث أصبح هذا الأخير يتناسب مع إمكانيات التطور ومستلزماته. وذلك لان كل جانب من هذه الجوانب يحتاج الى نوع من التحليل يتلاءم مع المستجدات الحاصلة في هذا الجانب وبما يؤدي الى خدمته بشكل فاعل وأخيرا كان للتطور في نظم المعلومات المحاسبية ونظم المعلوماتية دورا كبيرا في حصول تطور في التحليل المالي ومنحه خاصية معينة تتماشى مع ما حصل من تطور في هذه الجوانب.

أهداف التحليل المالي Objectives of Financial Analysis

تنطلق أهداف التحليل المالي من الأطراف المستفيدة من التحليل والتي عادة ما تكون لها علاقة بالشركة. ومن هذه الأطراف:

- إدارة المنشأة
- العاملون في المنشأة.
- المساهمون (المستثمرون)
- البنوك
- المجهزون (العملاء)
- المقرضون
- نقابات العمال
- رجال الأعمال
- الباحثين والدارسين
- المجتمع
- شركات التأمين
- الشركات المنافسة
- الدولة (الأجهزة الضريبية)

وعليه فان كل طرف من هذه الأطراف لا بد من أن يحصل على معلومات تخص الشركة وهذه المعلومات تصبح هدفه الرئيس إدارة المنشأة يتيقن عليها أن تحصل على بيانات مالية ومحاسبية تساعدها في عملية اتخاذ قراراتها على مختلف الأصعدة أو

النشاطات. وعادة ما تكون هذه المعلومات مستندة الى القرارات الاستراتيجية التي تقع على عاتق إدارة الشركة في ما يتعلق بالاستثمارات والسياسة المالية وسياسة توزيع الحصص.

ومن الجهات التي يجب أن تحصل على المعلومات الجهات الاقتراضية أو المصرفية على وجهة الدقة إذ يكون هدفها الأساسي هو الحصول على مؤشرات وتستمد هذه المؤشرات من واقع الأنشطة التي يظهرها التحليل المالي لكي يمكن الحكم على وضع الشركة وبالتالي يتم عقد ومنح القروض.

كما أن المجهزين بحاجة الى مؤشرات مالية عن الوضع المالي للشركة ومدى قدرتها على الإيفاء بالتزاماتها المستحقة الأداء خلال الفترة المالية, والدولة هي الأخرى يهمها الحصول على بيانات تحليلية عن وضع المنشأة سواء كان من نامية مساهمتها بالضرائب أو مساهمتها من الناحية الاقتصادية أي معرفة ماذا حققت المنشأة من قيمة مضافة الى الاقتصاد الوطني وكذلك معرفة مساهمة الشركة من الناحية الاجتماعية.

3.4- شروط التحليل المالي: Conditions of Financial Analysis

ينبغي أن تتوفر في التحليل المالي شروط معينة ليصبح نموذجيا ومن ثم الاعتماد عليه في عملية اتخاذ القرار، ومن هذه الشروط:

1- يجب أن تتوفر في التحليل المالي المرونة. أي قابليته للتغيير بين فترة وأخرى بحيث يتلاءم مع متطلبات التغير الحاصلة خلال الفترة.
2- يجب أن يكون التحليل المالي شامل لأنشطة الشركة بحيث يظهر المؤشرات المختلفة عن نشاطات المنشأة. ولا يمنع من أن يكون التحليل المالي جزئيا إذا اقتضت الضرورة اتخاذ قرار معين في نشاط معين.
3- يجب أن يكون التحليل المالي اقتصاديا في التكاليف والجهد وكذلك في الوقت.
4- يجب أن يرتكز التحليل المالي على أساس التنبؤ في المستقبل وليس على أساس دراسة الظروف التاريخية للشركة. ويكون التنبؤ أما قصير الأجل أو طويل الأجل مثل

إعداد خطة تمويل للسنوات القادمة ودراستها أو التوقعات للتدفقات النقدية خلال الفترات القادمة وهكذا بالنسبة للثر باح المتوقعة أيضا.

5- يجب أن يمتاز التحليل المالي بالسرعة من ناحية الانجاز لكي لا يجعل من البيانات أو المعلومات متقادمة من ناحية الوقت.

6- يجب أن تكون الأداة المستخدمة في التحليل فعالة وموضوعية وحديثة لكي يتم التوصل الى نتاج واقعية ودقيقة.

3-5: المعلومات اللازمة للتحليل المالي

Necessary Information for Financial Analysis

يجب على المحلل المالي أن يستند في عملية التحليل المالي الى معلومات يحصل عليها من جهات متعددة لغرض مساعدته في إجراء التحليل ويمكن تقسيم المعلومات التي يحصل عليها المحلل الى ما يأتي:

1- المعلومات العامة (الاقتصاد الوطني)

2- المعلومات القطاعية (الخاصة)

3- المعلومات التي تخص المنشأة (الجزئية)

فمن حيث المعلومات العامة فانه يتعين على المحلل أن يحصل على المعلومات التي تخص الاقتصاد الوطني بشكل عام. وتتركز هذه المعلومات عادة في الحصول على معلومات تخص الظواهر الاقتصادية مثل التضخم أو التغيرات الحاصلة في الأسعار والانكماش والاستثمار ومعلومات أخرى عن حجم المتغيرات الكلية في الاقتصاد الوطني مثل مسار الصادرات والواردات والدخول القومية والفردية.

أما المعلومات القطاعية فان المحلل يجب عليه أن يجمع معلومات تخص القطاع الاقتصادي الذي تعمل فيه المنشأة. وهذه المعلومات تتركز عادة على طبيعة القطاع الاقتصادي ومستوى المنافسة فيه, ونوعية التكنولوجيا المستخدمة وطبيعة المنتجات التي ينتجها ذلك القطاع وأمور كثيرة تتعلق بالقطاع الاقتصادي.

أما المعلومات التي تخص المنشأة فان المحلل يجب عليه أن يجمع معلومات عن المنشأة وأقسامها والعاملين فيها وعمرها الإنتاجي وتقارير مجلس الإدارة والتعليمات والقوانين النافذة فيها وكذلك يجب عليه أن يطلع على الكشوفات والبيانات المحاسبية لكي يقوم بتحليل متكامل ودقيق.

3 - 6: أدوات التحليل المالي: Tools of Financial Analysis

تستخدم في التحليل أدوات متعددة يمكن تقسيمها الى:

1- أدوات التحليل التقليدية.
2- أدوات التحليل الحديثة (الكمية)

1- أدوات التحليل التقليدية Traditional Tools of Analysis: إذ يمكن أن يستخدم المحلل المالي النسب المالية لأغراض التحليل وتعني النسبة المالية علاقة بين متغيرين، تربطهما خواص مشتركة للحكم على وضع أو نشاط معين من أنشطة الشركة. كما يمكن استخدام الرسوم التخطيطية لتوضيح عملية التحليل.

2- الأدوات الحديثة Modern Tools: وتشمل الطرق الرياضية والإحصائية والمصفوفات والبرمجة الخطية في عمليات التحليل كما يمكن أن يستخدم الكمبيوتر في إعداد برامج تحليلية تستخدم في معالجة كثير من المشكلات التي تواجهها الشركات وذلك من خلال خزن المعلومات ومعالجتها ثم ظهور مخرجاتها.

3 -7: أنواع التحليل المالي: Types of Financial Analysis

هنالك نوعان للتحليل المالي هما:

1- التحليل الأفقي Horizontal Analysis: يقصد بالتحليل الأفقي دراسة أي فقره من فترات الكشوفات المحاسبة ملى مدى سنوات متعددة بمعنى أخر إذا ما أريد دراسة ربحية الشركة لمدة خمس سنوات ماضية فانه تؤخذ الكشوفات للسنوات الخمس الماضية وتلاحظ فيها ربحيه الشركة ومقارنتها سنه بعد أخرى لاستخراج المؤشرات التي توضح مدى تطور الربحية أو تدهورها خلال السنوات الماضية.

وهذا يعني إن التحليل الأفقي يعتمد على الفترة التاريخية التي مضت على المنشأة ومقارنه السنة التي يراد فيها استخراج المؤشرات بالسنوات الماضية.

2 - التحليل العمودي Vertical Analysis: يعني مقارنه مقدار معين في سنه معينه بالمقدار الآخر داخل نفس السنة وأكثر وضوحا إذا ما أريد معرفة ربحية المنشأة لأحدى السنوات ولتكن 2020 فانه تأخذ الربحية لهذه السنة وتنسب إلى مبيعات سنه 2020 وبالتالي يمكن الحصول على معدل الربحية التجارية لتلك السنة دون السنوات الأخرى.

3 - 8: معايير التحليل المالي Criteria of Financial Analysis

هنالك مجموعة من المعايير يستخدمها المحلل في عمليه التحليل نذكر منها ما يأتي:

1- المعايير المطلقة Absolute Standards: وهي المعايير التي تأخذ صفه ثابتة أو مقدار ثابت تم اختياره بناء على تجارب ودراسات ميدانيه وقد تم الاتفاق على هذا المعيار بين شركات كثيرة وكتاب كثيرون لدراسة حالة معنية ويستخدم هذا المعيار من اجل مقارنة ما هو فعلي أو متحقق مع هذا المعيار فمثلا لو كانت نسبه التداول المستخرجة من الكشوفات الخاصة بمنشأة معنية هي 3: 1 فان المحلل سوف يقارن هذه النسبة مع النسبة المعيارية المتفق عليها والبالغة 2: 1.

2- المعايير التاريخية Historical Standards: تستند هذه المعايير الى المؤشرات التاريخية التي استخرجت من الكشوفات المالية للمنشأة فمثلا تتم مقارنة نسبة العائد على الاستثمار لعام 2019 مع معدلات العائد على الاستثمار لث عوام الماضية. ويبدي المحلل المالي الحكم على هذا المؤشر من حكر مقارنته بالمؤشرات الماضية أو التاريخية.

3- المعايير المستهدفة Targeted Standards: تستوحى هذه المعايير من البيانات التي توضع في الخطة ويمكن للمحلل أن يقارن ما هو متحقق فعلاً وما هو مخطط له أن يحصل أو يتحقق فإذا كانت نسبة الربحية المخططة على سبيل المثال (الربحية

التجارية) 20% فان نسبة الربحية المتحققة فعك والتي نفترض أن تكون 18% تعني إن الربحية المتحققة اقل مما هو مخطط له.

4- المعايير الصناعية Industrial Standard: تعتمد هذه المعايير على المؤشرات التي يتفق عليها من قبل الشركات التي تعمل داخل الصناعة الواحدة. والمتماثلة عادة في النشاط حيث تقوم معظم الشركات في العالم إن لم يكن كلها بوضع معايير ومؤشرات أو نسب يمكن من خلالها الحكم على وضع الشركة. أو مقارنة الوضع الحقيقي للشركة مع هذه المعايير ومن ثم يطلق عليها المعايير الصناعية.

3- 8: خطوات التحليل المالي Steps of Financial Analysis

يستند التحليل المالي على خطوات متعددة يجب على المحلل المالي أن يقوم بها لكي يجعل الكشوفات المالية أو المحاسبية تتلاءم ومتطلبات التحليل المالي. فإعادة ترتيب قائمة المركز المالي أو الميزانية وتبويبها بشكل مجموعات محاسبية متجانسة كبيرة ممكن من خلالها تسهيل عمليه التحليل المالي. وترتيب عناصر الميزانية وفقاً لمعايير معنية كمعيار السيولة ومعيار وجوب الأداء. أي أن المحلل المالي يرتب عناصر الميزانية من الأعلى إلى الأسفل بإتباع معيارين الأول يمثل في ترتيب الموجودات من الأعلى الى الأسفل بحسب تنامي أو تزايد درجة السيولة أي إمكانية تحويلها إلى نقد ويتم ترتيب المطلوبات بحسب تنامي أو تزايد وجوب أدائها فضلاً عن وضع هذه العناصر في مجموعات كبيرة ومتجانسة. أما الثاني فبدأ بالموجودات الأكثر سيولة الى الموجودات التي يصعب تحويلها بسرعة ويبدأ بالمطلوبات الأكثر سرعه في سدها الى المطلوبات التي تكون بطيئة التسديد. وفي كل الأحوال فإن المحلل ممكن أن يتبع طريقه معينه في ترتيب وتصنيف البنود المحاسبية لكي يسهل عليه إجراء التحليل المالي. ويتم ترتيب الميزانية وتجميع عناصرها في أربع مجموعات أو أبواب رئيسية:

المجموعة الأولى: تتضمن الموجودات الثابتة بالمعنى المالي جمع العناصر التي تبقى بحوزة الشركة لفترة طويلة بقصد استخدامها أو بقصد استثمارها وتعتبر من قبيل

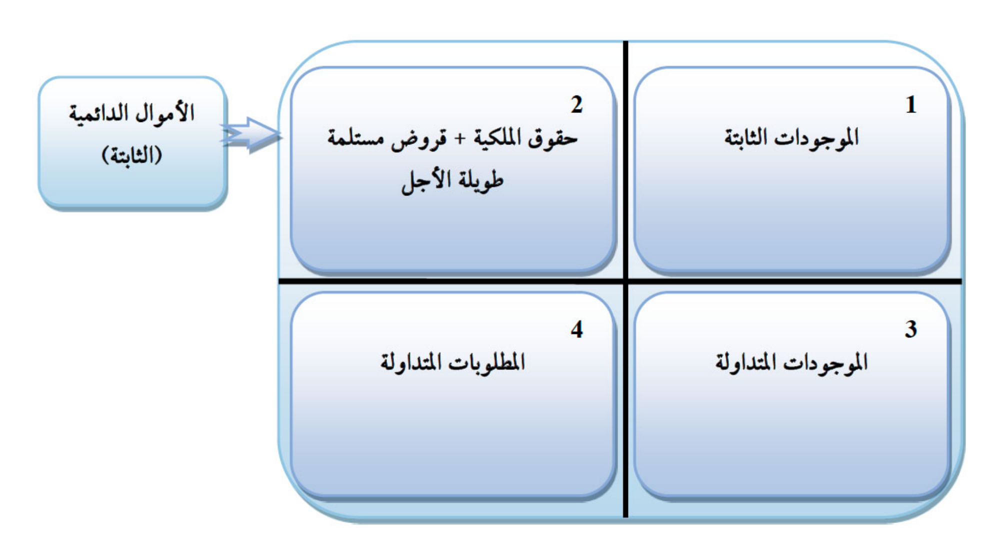
الموجودات الثابتة ويضاف إليها المخزون الاستراتيجي أو مخـزون الأمـان أو مـا يسـمى بمخـزون الحـد الأدنى الواجب الاحتفاظ به وعاده ما تشمل الموجودات الثابتة العناصر التشغيلية في الشركة والعنـاصر غير الملموسة إذا اقتضت الضرورة احتسابها ضمن الموجودات لأغراض التحليل لان هنالك بعضاً منهـا لا يدخل ضمن عمليـات التحليـل المـالي بسـبب خصوصـيته مـن ناحيـة التقـويم ومنهـا شـهره المحـل والاسـتثمارات الماليـة طويلـة الأجـل مثـل الأسـهم والسـندات المسـتخدمة في تأسـيس شركـات أخـرى والقروض طويلة الأجل الممنوحة للغير.

المجموعـة الثانيـة: تشـمل الموجـودات المتداولـة التـي عـاده مـا تتضـمن المخـزون المتـداول (باسـتثناء الاستراتيجي) حيث أصبح ثابتـا. والمـدينين سـواء كـانوا زبـائن أو أوراق قـبض بأنواعهـا المخصـومة أو برسم التحصيل والمصاريف المدفوعة مقدماً (ما يخص السنة الحالية فقط إذ إن باقي السنوات تعتـبر موجودات ثابتة). والنقدية بنوعيها لدى البنوك ونقدية في الصندوق أو حتـى النقديـة لـدى الجهـات المالية الأخرى سواء كانت بالبريد أو نقدية بالشيكات المرسلة للتحصيل أو حوالات الخزينة..الخ.

المجموعة الثالثة: وتتضمن حقوق الملكية المكونـة مـن رأس المـال الاجتماعـي (رأس المـال المسـاهم بـه) والممثل لعدد الأسهم مضروبا بالقيمة الاسمية للسـهم الواحـد. والاحتياطـات وأي تخصيصـات تتخـذ صفة الاحتياطات والفائض المرحل والأرباح المحتجزة. علاوة على حقوق الملكية فان هنالك بنـدا أخـر يضاف هو القروض متوسطة وطويلة الأجـل وحقـوق الملكيـة ليشـكل الاثنـين معـا بنـد أو مجموعـة تسمى الأموال الدائمية أو الثابتة.

المجموعة الرابعة: المطلوبات المتداولة وتشمل قروضـا قصـيرة الأجـل والـدائنين سـواء كـانوا مجهـزين أو أوراق دفـع والإيـرادات المسـتحقة وإيـرادات مسـتلمة مقـدما والائـتمان النقـدي أو السـحب عـلى المكشوف وأية مستحقات أخرى يجب أدائها فـك الفـترة الماليـة الحاليـة. وبنـاءا عـلى مـا تقـدم فـإن الشكل الأتي يكون هو شكل الميزانية:

الشكل (1) عناصر الميزانية



ومن المهم ملاحظة انه يجب على المحلل المالي أن يراعي في عملية التحليل كيفية التصرف في صافي الربح فان كانت قرارات الشركة تنص على توزيع الربح بأكمله على المساهمين فانه يجب عليه أن يلغي اثر صافي الربح من الميزانية ويستقطع مبلغ الأرباح الموزع من مبلغ النقدية لدى المنشأة. وبالتالي تصبح الميزانية بعد توزيع الأرباح وليس قبلها. وإذا كانت قرارات الشركة تنص على احتجاز كامل الأرباح للسنة المالية فانه في هذه الحالة يضيف صافي الربح كبند مستقل ضمن حقوق الملكية تحت تسمية الأرباح المحتجزة ويلغي بند صافي الربح من أسفل الميزانية في المطلوبات. أما إذا كانت قرارات الشركة تنص على احتجاز نصف الأرباح وتوزيع النصف الأخر فإن المحلل يتصرف في هذه الحالة كما اشرنا في الحالتين السابقتين.

3 - 10 التطبيقات العملية للتحليل المالي

Practical Applications of Financial Analysis

بناءا على ذلك فان المحلل يقوم بعملية التحليل التي عادة ما ترتكز على دراسة ثلاثة محاور رئيسية هي:

أولاً: دراسة السيولة Study of Liquidity

يقصد بها قابلية المنشأة على تحويل موجوداتها المتداولة الى سيولة نقدية ومن ثم إعطائها الإمكانية أو القدرة على الوفاء بالتزاماتها المستحقة الأداء خلال الفترة المالية وتستخدم مؤشرات متعددة لقياس السيولة في المنشآت ومن هذه المؤشرات ما يلي:

1- نسبة التداول (السيولة العامة) Circulation Ratio (PublicLiquidity) تقيس هذه النسبة مدى إمكانية الشركة على الوفاء بالتزاماتها المستحقة الأداء خلال السنة المالية من خلا تحويل جميع الموجودات المتداولة الى سيولة نقدية لمقابلة الالتزامات ويتم حسابها بالشكل الآتي:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \text{نسبة مئوية أو (نسبة مطلقة)}$$

وعادة ما تكون النسبة المعيارية التي يتم القياس عليها هي 2: 1 فالزيادة عن هذه النسبة تعني أن المنشأة تتمتع بقدرة عالية على الوفاء بالتزاماتها وإذا كانت النسبة اقل من النسبة المعيارية فإن ذلك يعني أن المنشأة تعاني من نقص في سيولتها لمواجهة التزاماتها، وهذا النقص قد ينعكس على هامش الأمان الذي توفره المنشأة عادة لسداد التزاماتها.

2- نسبة السيولة السريعة (السيولة الخاصة) Rapid liquidity Ratio (Private liquidity) وهي نسبة تؤخذ كمؤشر أخر وكبديل عن نسبة التداول التي تتعرض عادة للانتقادات بسبب وجود بعض العناصر التي يصعب تحويلها الى نقدية بالسرعة الممكنة. مثل المخزون ولذلك تم الاتفاق على استخدام مؤشر أخر هو نسبة السيولة السريعة التي تأخذ الموجودات المتداولة (باستثناء المخزون والمصروفات المدفوعة مقدماً) كبسط لها والمطلوبات المتداولة مقاما لها. وعليه فإن نسبة السيولة السريعة تحسب كالأتي:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الموجودات المتداولة – (المخزون + مصروفات مدفوعة مقدما)}}{\text{المطلوبات المتداولة}}$$

والنسبة المعيارية لنسبة السيولة هي(1: 1) فإذا كانت النسبة أعلى من هذا المعيار فان وضع المنشأة جيد ويمكن أن تكون النسبة اقل من المعيارية، ولكن بدون صعوبات مالية عندما تكون سرعة دوران عناصر البسط أكثر من القروض قصيرة الأجل. والانخفاض الشديد في هذه النسبة يشير الى مخاطر كبيرة تعتري الشركة. وعلى الرغم من أهمية ما ذكر إلا إن تطبيق هذه النسبة المعيارية يعتمد على طبيعة نشاطات المنشأة والتغيرات الموسمية.

3- نسبة السيولة القطيعة: يستخدم مؤشر النقدية القطعية أو النقدية المباشرة في قياس سيولة الشركة من خلال النقدية المتوفرة لديها سواء كانت في الصندوق أو في البنوك أو في الشيكات المرسلة للتحصيل أو الحوالات لدى الخزينة وغيرها من أنواع النقدية. ويمكن حسابها كالأتي:

$$\text{نسبة السيولة القطعية} = \frac{\text{النقدية}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \%$$

ويجب على المحلل أن يطلع بشكل تفصيلي على التدفقات النقدية الداخلة الى المنشأة والخارجة منها وذلك من اجل إعطاء مؤشر عن حالة التفاوت التي تحصل بين هذين النوعين من التدفقات ويتم ذلك من خلال معرفة متوسط فترة التحصيل لحسابات الذمم المدينة ومدة تغطية حسابات المجهزين أو الموردين إذ يجب أن تكون مدة تحصيل

ديون المنشأة من الغير اقل من مدة تسديد ائتمانات المجهزين لغرض توفير سيولة لـدى المنشـأة ولحسـاب متوسط فترة التحصيل تستخدم المعادلة الآتية:

متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة = (الزبائن × 360) / المبيعات = يوم

كما تحسب مدة تغطية ائتمانات المجهزين وفقاً للمعادلة الآتية:

مدة تغطية ائتمانات المجهزين = (المجهزين × 360) / المشتريات = يوم

كذلك من الأمور التي تـؤدي الى الحكـم عـلى وضـع السـيولة داخـل المنشـأة. اسـتكمال المـؤشرات السابقة بدراسة رأس المال العامل الذي نأتي الى دراسته في موضوع لاحق. حيث أن رأس المال العامل يعتـبر المرآة العاكسة للوضع المالي للمنشأة. ويحسب عادة بطريقتين:

أ- من أعلى الميزانية: وبناءا على هذه الطريقة فإنه يصر الفرق بين الأموال الدائمية أو الثابتة والموجودات الثابتة للقيمة الدفترية.

رأس المال العامل = الأموال الدائمية- الموجودات الثابتة بالقيمة الدفترية

ب- من أسفل الميزانية: وهو يمثل الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات ألمتداولة

رأس المال العامل = الموجودات المتداولة- المطلوبات المتداولة

وباستخدام رأس المال العامل كمؤشر يجب على المحلل المالي أن يلاحظ هل رأس المال العامل موجب أم سالب؟ فإذا كان موجبا وبشكل كبير فإنه يدلل على الوضع المالي الجيد للمنشأة كما يجب على المحلل إن يضع في اعتباره إن رأس المال العامل يجب أن يكون اكبر من صفر ويجب أن لا يكون رأس المال العامل اقل من صفر لأنه في هذه الحالة يكون الوضع المالي للمنشأة غير جيد وعليها أن تحاول جعله موجبا من خلال وسائلها الخاصة أي زيادة الطرف الأول من المعادلة السابقة لكي يكون موجبا. ويتم هذا بإصدار أسهم جديدة أو زيادة الموجودات المتداولة أو بيع الموجودات الثابتة وتحويلها الى سيولة.

ثانيا: نسب النشاط Activity Ratio

تتضمن مجموعة معدلات خاصة بتحليل عناصر الموجودات ومعرفة مدى كفاءة الإدارة في تحويل هذه العناصر إلى مبيعات ومن ثم الى سيولة ومن هذه المعدلات ما يأتي:

1- معدل دوران المخزون: يقيس هذا المعدل عدد المرات التي يتداول فيها المخزون داخل المنشأة ومن ثم يتحول إلى مبيعات ويتم حساب هذا المعدل من حكر المعادلة الآتية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{كلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون السلعي}} = \times\times \text{ مرة}$$

تحسب كلفة البضاعة المباعة كما هو معروف بالشكل الأتي:

كلفة البضاعة المباعة = مخزون أول المدة + المشتريات- مخزون أخر المدة

ويحسب متوسط المخزون السلعي من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{متوسط المخزون السلعي} = \frac{\text{مخزون أول المدة + مخزون أخر المدة}}{2}$$

ولكن في حالة وجود صعوبة في الحصول على البيانات التي تخص كلفة البضاعة المباعة ومخزون أول المدة وآخرها فإن هنالك طريقة أبسط من هذه الطريقة يمكن من خلاها استخراج معدل دوران المخزون وكما يأتي:

معدل دوران المخزون = المبيعات / المخزون السلعي

يقيس هذا المعدل عدد المرات التي يتحول فيها المخزون إلى مبيعات وكلما كان مرتفعا كلما عكس كفاءة الإدارة في تصريف المخزون سواء كان من خلال عمليات البيع أو من خلال استخدام الأنواع الأخرى منه في العمليات الإنتاجية.

أ- معدل دوران المدينين: (الذمم المدينة) يستخرج هذا المعدل من خلال العلاقة الآتية:

معدل دوران المدينين = المبيعات الآجلة / الذمم المدينة = ×× مرة

وكما اشرنا سابقا بان هذا المعدل يوضح كفاءة تحويل الحسابات المدينة الى سيولة.

ب- معدل دوران الموجودات: يؤخذ في هذا المعدل مجموع الموجودات سواء كانت الموجودات ثابتة أو متداولة ويتم حسابه كالآتي:

معدل دوران الموجودات = المبيعات / مجموع الموجودات = ×× مرة

يقيس هذا المعدل مدى استغلال الموجودات بمختلف أنواعها في توليد المبيعات ويعني إن كل دينار مستثمرا في الموجودات قد ينتج عنه ما يساوي المعدل المستخرج ليمثل مبيعات. ويمكن القول إذا كان هذا المعدل مرتفعا فانه يعني حسن استغلال موجودات المنشأة. وإذا كان منخفضا فأنه يعني عدم كفاية المبيعات المنسوبة إلى حجم الاستثمار في هذه الموجودات وهذه الحالة تنطبق كذلك على المعدل الخاص بالموجودات الثابتة.

ج- معدل دوران الموجودات الثابتة: يقيس هذا المعدل كفاءة استخدام الموجودات الثابتة في المنشأة وذلك باستخدام المبيعات وعلاقتها بالموجودات الثابتة ويمكن حساب هذا المعدل وفقا للقطة الآتية:

$$\text{معدل دوران الموجودات الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الموجودات الثابتة}} = \times\times \text{ مرة}$$

ويوضح هذا المعدل كمية المبيعات الناجمة عن استخدام الموجودات الثابتة فإذا كانت هذه النسبة تساوي على سبيل المثال (2) أو مرتين فان ذلك يعني استثمار دينار واحد في الموجودات الثابتة ينجم عنه دينارين مبيعات وهذا الحال ينطبق على بقية العناصر الأخرى في الموجودات الثابتة والمتداولة التي تطرقنا إليها. بتعبير آخر أن استثمار وحدة نقدية واحدة في إي عنصر من عناصر الموجودات ينجم عنه الرقم المستخرج من خلال معدل الدوران كمبيعات. وبناءا على ذلك فأن المحلل المالي يجب إن يستخدم هذه النسب أو المعدلات أو المؤشرات في التحليل المالي وذلك من حكر مقارنة كل معدل من هذه المعدلات بالمعيار الصناعي المعياري المعتمد من قبل الصناعات المتعددة من هذه المعدلات بالمعيار الصناعي المعياري المعتمد من قبل الصناعات المتعددة والمتشابهة داخل القطاع الواحد أو مقارنة المعدلات المستخرجة للسنة الحالية بالسنوات الماضية من حياة

المنشأة أو مقارنة هذه المعدلات بمنشآت متماثلة أو متجانسة في النشاط تعمل داخل القطاع الاقتصادي الواحد.

ثالثا: تحليل الربحية Profitability Analysis

يمكن القول بأن الربحية هي مفهوم عام يطلق على كل نشاط مفيد وبالتالي ينجم عن هذا النشاط عائد معين أو ربح معين. لكن المشكلة التي تثار هنا هي ماذا تعني الربحية؟

أشارت العديد من الأدبيات المحاسبية والاقتصادية والإدارية إلى العديد من مفاهيم الربح فهنالك على سبيل المثال لا الحصر الربح المحاسبي والربح الضريبي والربح الاقتصادي والربح التشغيلي والربح الاعتيادي والربح خارج التشغيل والربح العرضي (الاستثنائي) وصافي الربح بعد الضريبة وقبلها... الخ. فالتساؤل هنا أي نوع من هذه الأنواع نستخدم في تحليلنا للربحية؟

لذلك قبل أن نتناول تحليل الربحية من جوانبها المختلفة التي عادة ما تنحصر بالربحية التجارية والمالية والاقتصادية فك بد من أن نطلع على مكونات كشف الدخل أو حساب النتيجة الذي يوضح أو يميز لنا بوضوح أنواع الأرباح والنتائج التي تعززها نشاطات المنشأة المختلفة وفي ما يأتي نموذج مبسط يوضح مراحل إعداد كشف الدخل أو حساب النتيجة الذي اعتمدته غالبية النظم المحاسبية ليمت بصورته التقليدية نصب وإنما بالصورة الاقتصادية المعبرة عن كل مرحلة من مراحل نشاط المنشأة. وفي ما يأتي شكل هذا النموذج:

حـ/ النتيجة

المشتريات	المبيعات
+ Δ مخزون المواد	+ Δ مخزون المنتجات تامة وغير تامة الصنع
+ م. تشغيلية	+ المشغولات الداخلية (التكوين الرأسمالي)
+ م. الاستهلاك للوسيط (س)	= الإنتاج (الموارد) (ت)

القيمة المضافة	ت – س
– رواتب وأجور – ضرائب ورسوم (عدا الضرائب على الدخل)	إجمالي فائض التشغيل
– مصاريف مالية (فوائد مدينة + فوائد دائنة)	إجمالي ربح التشغيل
اندثارات وتخصيصات أخرى	صافي ربح التشغيل
–مصاريف عرضية, مصروفات سنوات سابقة, خسائر رأسمالية+ إيرادات عرضية + إيرادات سنوات سابقة + إيرادات رأسمالية	صافي الربح بعد الضريبة

يلاحظ من خلال حساب النتيجة انه يتضمن مراحل متعددة وكل مرحلة من هذه المراحل لها نتيجتها الخاصة وأعد هذا الحساب بشكل يتلاءم مع متطلبات التحليل الاقتصادي المالي لا بل سعت غالبية النظم المحاسبية وبخاصة تلك التي تدعو إلى التوحيد المحاسبي والى إعداد حسابات نتيجة بأشكال تظهر اكبر ما يمكن إظهاره من نتاج تحليلية, اقتصادية ومالية.

لذلك يلاحظ أن أول مؤشر في هذا الحساب يظهر مؤشر القيمة المضافة (Add value) حيث أن القيمة المضافة تعني المساهمة الخاصة للمنشأة في العمليات الإنتاجية داخل الاقتصاد الوطني ويعتبر مؤشر القيمة المضافة من المؤشرات الاقتصادية المستخدمة في معرفة مدى مساهمة الشركة أو الوحدة الاقتصادية في إضافة منتجات جديدة ذات قيم مختلفة عن القيم التي دخلت فيها بالعملية الإنتاجية. وكما هو ملاحظ في الشكل فان القيمة المضافة تحسب من خلال الفرق بين الإيرادات أو الإنتاج بالمعنى الاقتصادي الواسع والاستهلاكات الوسيطة ويستخدم مؤشر القيمة المضافة لغرض المقارنة بين منشآت متماثلة في النشاط داخل القطاع الصناعي الواحد وكلما كانت القيمة المضافة

مرتفعة كما أشار ذلك الى المساهمة الفاعلة للوحدة الاقتصادية في النشاط الاقتصادي وكلما كان العكس كما دل ذلك على عدم المساهمة الفاعلة للوحدة في النشاط الاقتصادي.

وبناءا على النتائج التي أوردها حساب النتيجة وهي نتائج توضح العمليات ذات العلاقة المباشرة بالإنتاج أو بالنشاط الجاري للمنشأة وللعمليات التي ليس لها علاقة بالإنتاج أو النشاط الجاري للوحدة الاقتصادية لذلك بالإمكان تحليل ربحية هذه النتائج واستنباط ثلاثة أنواع من الربحية هي:

الربحية التجارية

وتقيس هذه الربحية نسبة الأرباح المتحققة من نشاط المنشأة التجاري معتمدة بذلك على السياسة السعرية وعوامل أخرى كالسمعة أو الشهرة للشركة في السوق. وتحسب الربحية التجارية من خلال القانون الأتي:

$$\text{الربحية التجارية} = \frac{\text{هامش الربح التجاري}}{\text{المبيعات}} \times 100 = \%$$

ويقصد بهامش الربح التجاري إجمالي الربح أي الفرق بين المبيعات وكلفت البضاعة المباعة.

هامش الربح التجاري = المبيعات - كلفة البضاعة المباعة

كلفة البضاعة المباعة = مخزون أول المدة + المشتريات - مخزون أخر المدة

ويمكن حساب الربحية التجارية بطريقة أخرى من خلال المعادلة الآتية :

$$\text{الربحية التجارية} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}} \times 100 = \%$$

ومن مزايا هذا المؤشر انه يعبر عن استقلالية المنشأة وعن السياسة المالية المعتمدة من قبلها. بمعنى أخر إذا أخذنا هامش الربح التجاري مقسوما على المبيعات لحساب الربحية التجارية فان ذلك يعني عدم الأخذ بنظر الاعتبار الفوائد المدفوعة من المنشأة مقابل اقتراضها للأموال من الغير. كذلك تمتاز هذه الربحية بالابتعاد عن التأثير الضريبي على السياسة الاستثمارية وبشكل خاص الابتعاد عن نظام الاندثارات المطبق مركزيا من قبل الجهات المركزية.

الربحية المالية

ويقصد بها العائد على حقوق الملكية أي إن هذه الربحية خاصة بالمساهمين وتقيس مدى استخدام كل دينار واحد في تحقيق الأرباح من قبل المساهمين فكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما دل ذلك على زيادة نسبة العائد المتحققة للمساهمين ومن زيادة ثروة المساهمين. وتحسب هذه الربحية من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{الربحية المالية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

وقد يستخدم كبسط لهذه النسبة هامش التمويل الذاتي بدلا من صافي الربح ويحسب هامش التمويل الذاتي كالاتي:

هامش التمويل الذاتي = صافي الأرباح المحتجزة + الاندثارات + الاحتياطيات

كتعبير حقيقي عن ما يحققه كل مساهم بأمواله في نسبة معينة من الأرباح وتستكمل هذه الربحية باستخراج نسبة الأرباح لكل سهم حيث أن حصة الأرباح لكل سهم تحسب كما يلي:

$$\text{حصة الأرباح لكل سهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - أرباح الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

يلاحظ إننا أخذنا في الحسبان الأسهم العادية لان توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة عادة يخضع الى اعتبارات متعددة وهذه الاعتبارات لا تخضع لكمية الأرباح ولكن المنشأة غالبا ما تلتزم في توزيع حد أدنى من الأرباح على الأسهم أو جملة الأسهم الممتازة.

الربحية الاقتصادية

يعود سبب نشوء الربحية الاقتصادية الى استخدام المنشأة لعواملها الإنتاجية) عناصر الطاقة التشغيلية (وهي تمثل الموجودات بمجموعها لذا من الضروري معرفة وقياس الربحية الاقتصادية الناشئة عن استثمارات المنشأة. ومن المؤشرات المهمة في قياس العائد المتحقق من استثمارات المنشأة هي الربحية الاقتصادية وتحسب كالآتي:

$$\text{الربحية الاقتصادية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الموجودات}} \times 100 = \%$$

ويطلق أحياناً على الربحية الاقتصادية في كثير من المؤلفات نتيجة العائد على الاستثمارات أو الموجودات.

$$\text{العائد على الموجودات} = \frac{\text{صافي العائد السنوي}}{\text{مجموع الموجودات}} \times 100$$

يقصد بالعائد على الموجودات هو إن كل دينار واحد مستخدم في الموجودات ممكن أن يحقق عائدا أو ربحا بنسبة معينة, ويستخدم هذا المؤشر لبيان مقدرة إدارة المنشأة في تشغيل موجوداتها وتحقيق الأرباح منها وتتم مقارنته بالسنوات السابقة أو بالمنشآت المماثلة. وبعد أن استعرضنا نسب الربحية بمختلف أنواعها لا بد من الإشارة الى إن أرباح المنشأة عادة ما تنشأ من خلال ربحية الاستثمارات أو الربحية الاقتصادية وهذه الربحية تعتمد على عنصرين أساسيين هما:

1) هامش الربح التجاري المتحقق من المبيعات والذي يعتمد على السياسة السعرية المطبقة في المنشأة.
2) درجة استخدام الاستثمارات والتي يعبر عنها من خلال سرعة دورانها.

ولذلك لا بد من دمج الربحية التجارية مع الربحية الاقتصادية, لكي يمكن الركون الى مؤشر واحد إجمالي للربحية طالما أن المنشأة لها أنواع متعددة من الربحية كما تطرقنا إليها. ومن اجل الحكم الدقيق والواقعي على أداء المنشأة من خلال مؤشراتها أو نتائجها الفعلية فلا بد من إيجاد مؤشر ربحي واحد أو موحد يضم غالبية أنواع الربحية التي ذكرناها وهنا يعبر عن هذا المؤشر بالقوة الايرادية Earning Power.

القوة الايرادية = نسبة العائد على الموجودات – الربحية التجارية × معدل دوران الموجودات

إن العلاقة السابقة غالبا ما يطلق عليها بالقوة الايرادية للمنشأة حيث تبين لنا هامش الربح فكلما كان مرتفعاً عبر ذلك عن أداء جيد للمنشأة لكن ليس من الضروري أنه عندما يكون هامش الربح متدنياً تكون كفاءة المنشأة منخفضة والسبب في ذلك هو الاعتماد على تدوير الاستثمارات ولذلك عندما نريد أن نحصل على تقييم المنشأة من الناحية الربحية يجب علينا الاعتماد على دوران الاستثمارات ودمجه بنسب الربحية الإجمالية وهذا ما يعبر عنه بالعائد على الاستثمارات كذلك فان الربحية الاقتصادية يمكن أن تنشأ عن طريق سياستين تجاريتين متعارضتين:

1) سياسة النوعية ذات الهامش التجاري المرتفع لكن ضعف في دوران الاستثمارات.

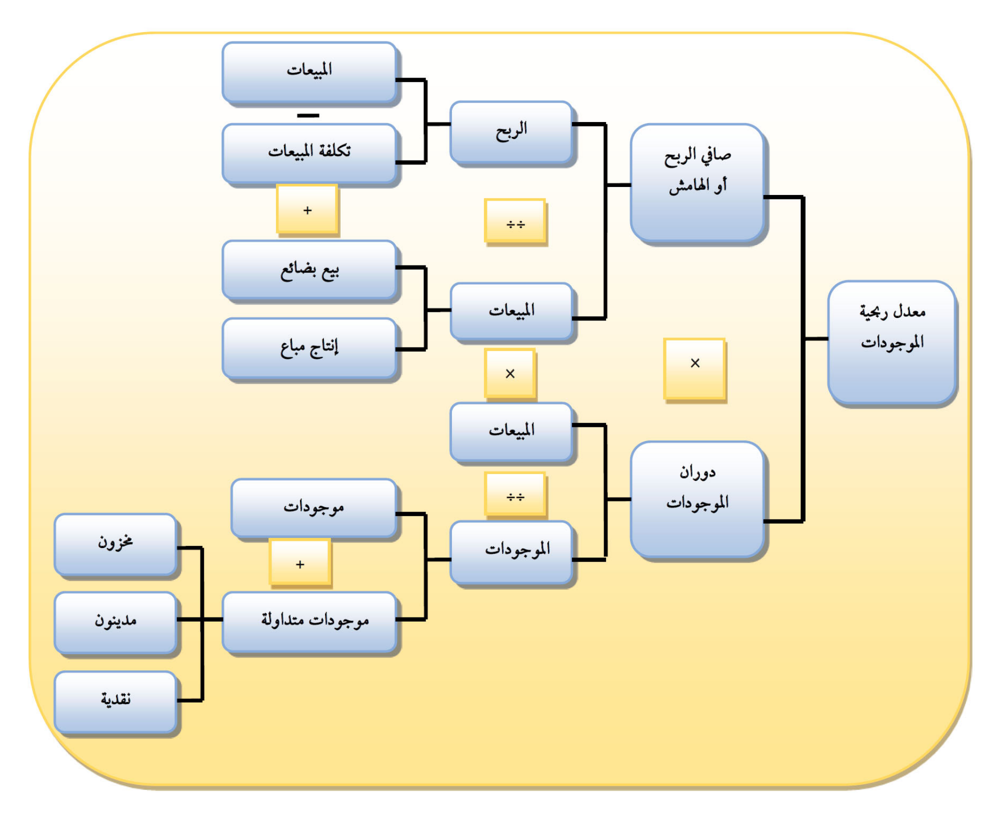
2) سياسة الأسعار المنخفضة مع انخفاض الهامش التجاري لكن المبيعات مرتفعة.

3) وفي نفس الوقت فان الربحية الاقتصادية تتغير حسب مستوى حقوق الملكية, وحسب السياسة الاقتراضية المعتمدة بالمنشأة فالرافعة المالية (معامل المديونية أو الرافعة التشغيلية) يمكن أن تستخدم الربحية الاقتصادية ويمكن توضيح ذلك بالاتي:

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الموجودات}} \times \frac{\text{مجموع المطلوبات}}{\text{حقوق الملكية}}$$

الربحية المالية = الربحية الاقتصادية × معامل المديونية

وعليه يمكن التوصل الى نسبة العائد على الاستثمارات التي تعد مقياساً مهماً لقياس الربحية الإجمالية للمنشأة حيث تلخص العلاقة بين نسبة الربحية ونسبة النشاط (معدلات الدوران) ويمكن الاستنتاج من هذه العلاقة بأنه يمكن تحسين أداء المنشأة أما بزيادة كمية المبيعات أو زيادة هامش الربح لكن دينار من المبيعات وقد أوردت شركة (ديبونت) مخططاً أو شكل يوضح معدل ربحية الموجودات وكما يأتي:



11-3 تحديد الأرباح بواسطة نقطة التعادل

ويقصد بها المبيعات التي لا يتحقق عندها ربح أو خسارة بكلام أخر هي النقطة أو المبيعات التي تتساوى فيها الإيرادات مع التكاليف الإجمالية. وتستخدم نقطة التعادل لتحقيق عدة أغراض منها:

1) تساعد في اتخاذ القرارات المتعلقة باختيار الاستثمارات في منتجات جديدة أو استثمارات التوسع أو التجديد.
2) إعطاء مؤشر عن مستوى النشاط الأدنى الذي يساعد المنشأة في الحصول على الأرباح.
3) تساعد على التنبؤ بالأرباح في مختلف الفرضيات.

4) توضيح الفروقات بين النتائج المتحققة والنتائج المتوقعة.

وتحسب نقطة التعادل وفقاً للمعادلة الآتية:

$$\text{نقطة التعادل} = \frac{\text{التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة}}{\text{المبيعات}} \times \text{المبيعات}$$

ويمكن حساب نقطة التعادل بطريقة أخرى وفقاً للمعادلة الآتية:

نقطة التعادل (المبيعات) = التكاليف الثابتة ÷ (1- التكاليف المتغيرة/ المبيعات)

هذه الطريقة شائعة الاستخدام في الحياة العملية كـما أنها سـهلة التطبيـق ولا تحتـاج الى بيانـات كثيرة سوى مبلغ التكاليف الثابتة والمتغيرة وسعر البيع للوحدة الواحدة. كذلك تسـتخدم هـذه الطريقـة في التخطيط للأرباح المستقبلية إذا ما أرادت المنشأة تحقيق مسـتوى معـين مـن الأربـاح. ويمكـن التوصـل الى تحقيق هذا المستوى المعين من الإنتاج ومن ثم تحقيق مبلغ معين من الأرباح من خلال استخدام المعادلـة الآتية:

$$\text{نقطة التعادل (بالوحدات)} = \frac{\text{التكاليف الثابتة + الربح المستهدف}}{\text{هامش المساهمة الحدية}}$$

هامش المساهمة الحدية = التكاليف المتغيرة للوحدة × سعر بيع الوحدة الواحدة

12-3 هيكل التمويل Financing Structure

يعتـبر مـن الموضـوعات المهمـة والرئيسـية التـي تقـع عـلى عـاتق الوظيفـة الماليـة ومـن المعروف إن هيكل التمويـل يتكـون في أي منشـأة مـن عنـاصر متعـددة تتضـمن عـادة (حقـوق

الملكية, الأموال الدائمية) ونظراً لتعدد هذه المصادر فلا بد أن تقوم الإدارة المالية بدراستها وإيجاد حالة من التوازن فيما بينها لكي لا يعتمد على مصدر دون أخر. وان دراسة هذه المصادر يتطلب استخدام المؤشرات اللازمة. وهنالك مؤشرات كثيرة تعنى بدراسة الهيكل المالي أهمها:

$$\text{نسبة المديونية (الاقتراض)} = \frac{\text{القروض}}{\text{مجموع المطلوبات}} \times 100$$

$$\text{معدل المديونية (طويلة الأجل)} = \frac{\text{القروض طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100$$

يرى البعض إن دراسة هاتين النسبتين يتطلب استكمالها بدراسة قدرة المنشأة على تغطية المصاريف المالية "الفوائد " على المستوى القصير الأجل ويجب على المنشأة أن تحصل على إجمالي فائض تشغيل بما يساعد على تغطية المصروفات أو التكاليف أو الأعباء المالية "الفوائد" وعليه يجب معرفة حجم المصروفات المالية بالنسبة الى إجمالي فائض التشغيل وتستخدم النسبة الآتية:

$$\text{نسبة تغطية المصروفات المالية} = \frac{\text{المصروفات المالية أو الفوائد}}{\text{إجمالي فائض التشغيل}} \times 100$$

تعبر هذه النسبة عن قدرة المنشأة في خدمة مديونيتها حيث إن زيادتها ستشكل عبئاً مالياً كبيراً على إجمالي فائض التشغيل ويعني شيئين:

الأول: ارتفاع أسعار الفوائد المفروضة على الافتراض أو القروض

الثاني: ارتفاع حجم القروض

إن كلا الحالتين تشكل مخاطرة مالية على المنشأة وعليها أن تنظر بجدية إلى حالة ارتفاع الفوائد أو المصروفات المالية قياسا بفائض التشغيل والبعض الآخر يرى إن هيكل التمويل يدرس من في خلال علاقتين مهمتين:

$$\text{الأولى: الاستقلالية المالية} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{الأموال الدائمية}} \times 100$$

الثانية: نسبة تمويل الموجودات الثابتة

$$\text{الثانية: نسبة تمويل الموجودات الثابتة} = \frac{\text{الموجودات الثابتة}}{\text{الأموال الدائمية}} \times 100$$

ويجب أن تعزز دراسة هاتين العلاقتين بحساب رأس المال العامل وهنالك رأي أخر قد يتشابه مع الآراء السابقة إلا انه يستهدف تحقيق نفس الغرض من دراسة الهيكل المالي بان الهيكل المالي يجب أن يدرس من خلال نسبتين هما:

1) نسبة الديون الى حقوق الملكية: وهي عبارة عن قياس نسبي يبين علاقة ديون المنشأة بالأموال التي يساهم بها المساهمون وقد تأخذ الديون طويلة الأجل أو مجموع الديون بكاملها.

$$\text{نسبة الديون الى حقوق الملكية} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100$$

وعندما تكون النسبة مرتفعة يعني ذلك زيادة حقوق الدائنين على حقوق المالكين ومن ثـم ارتفـاع هذه النسبة إنما يعتبر غير مفضل بالنسبة للمنشأة وذلك لان زيادة حجـم الأمـوال المقترضـة يعنـي فقـدان المنشأة استقلاليتها المالية مما يجعلها عرضة للتدخلات في ممارسة أنشطتها.

أما انخفاض هذه النسبة بشكل كبير فلا يفضل هو الأخر للمنشأة لأنه يفقدها ميزة الحصـول على الاقتراض الخارجي ويجعلها تعتمد بشكل أساسي على أموالها الدائمية وعليه يجـب عـلى الوظيفـة المالية أن تنظر وتحلل وتراقب وضع الهيكل المالي ومن خلال هذا التحليل يمكـن أن تصـل الى قـرار في عملية الموازنة بين حقوق الملكية والديون المترتبة بذمـة المنشـأة وبطبيعـة الحـال فـان هـذه النسـب تختلف من بلد الى أخر فالبلدان التي تتوفر فيهـا الفـوائض الماليـة ترتفـع النسـبة بشـكل غـير عـادي بمعنى أن المنشآت تعتمد على حقوق الملكية في التمويل أما البلدان الفقـيرة التـي تعـاني مـن عجـز في الوفورات المالية أو عجـز في الأمـوال الموجهـة الى الاسـتثمارات فـنلاحظ فيهـا انخفـاض نسـبة حقـوق الملكيـة الى القـروض بمعنـى تعتمـد المنشـآت في تمويـل عملياتهـا الاسـتثمارية عـلى مصـادر التمويـل الخارجية أو الاقتراض من الغير.

2) نسبة الديون الى الموجودات: هي النسبة التي تقيس مـدى مسـاهمة المبـالغ المقترضـة أو الـديون في تمويل الموجودات إذا كانت النسبة مرتفعة فان ذلك يشكل خطـرا عـلى الـدائنين وإذا كانـت النسـبة منخفضة فان ذلك يعني إن المنشأة لم تعتمد على مصادر التمويل الخارجية بما فيه الكفاية وتحسـب هذه النسبة وفقا للعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون إلى الموجودات} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الموجودات}} \times 100$$

وتظهر هذه المؤشرات بشكل واضح ودقيق من خلال العمليات المالية في المنشأة ولمعرفة مدى مساهمة القروض في تمويل الاستثمارات أو مدى مساهمة حقوق الملكية في تمويل الاستثمارات وبالتالي يتطلب من الوظيفة المالية أن تعمل على إيجاد نسب معقولة من العلاقات المالية.

تمرين (1)

فيما يلي البيانات المستخرجة من سجلات إحدى المنشآت الصناعية (المبالغ بآلاف الدنانير) نقدية بالصندوق 100, المجهزون 2720, الآلات والمعدات 2800, القروض المحتملة طويلة الأجل 1400, نقدية لدى البنك 600, رأس المال المدفوع 3200, الزبائن 1400 براءة اختراع 600, مخزون إنتاج تام 1600، مخزون مواد أولية 1000.

المطلوب:

1) ما هي طبيعة ومبلغ النتيجة؟

2) إعداد قائمة المركز المالي للمنشأة.

3) تحديد صافي المركز المالي.

- المركز المالي = مجموع الموجودات + مجموع المطلوبات الطويلة والقصيرة الأجل
- المركز المالي = 8100 – (1400+ 2720) = 8100 – 4120 = 3980 دينار
- صافي الربح + رأس المال = 780 + 3200 = 3980 دينار
- مبلغ النتيجة = الموجودات – المطلوبات = 8100 – 7320 = 780 دينار

الموجودات	المطلوبات
الموجودات الثابتة: 2800 الآلات ومعدات 600 براءة اختراع 3400	3200 رأس المال المدفوع 1400 قروض مستلمة طويلة الأجل 4600 أموال دائمية

الموجودات	المطلوبات
<u>الموجودات المتداولة:</u> 1000 مخزون مواد أولية 1600 مخزون إنتاج تام 1400 زبائن 100 نقدية 600 نقدية بالبنك	<u>المطلوبات المتداولة:</u> 2720 المجهزون 780 صافي الربح
8100	8100

تمرين (2)

فيما يلي الأرصدة المدينة والدائنة المستخرجة من سجلات إحدى المنشآت في 12/31/ 2019.

الأرصدة المدينة: المشتريات 5 ملايين, الرواتب والأجور 250 ألف ء المصاريف المالية (الفوائد المدينة 025 ألف) الاندثارات مليون, مخزون أول المدة 500 ألف.

الأرصدة الدائنة: المبيعات 4.5 مليون, مخزون أخر المدة 3 مليون.

المطلوب: إعداد حساب النتيجة وكشف الدخل في 12/31/ 2019 والتوصل الى حساب صافي الربح بعد الضريبة علماً بأن الضريبة المفروضة على الأرباح هي 50%.

حـ/ النتيجة

مدين	دائن	رصيد
5000000 مشتريات	4500000 المبيعات 250000 ∆ المخزون	200000 هامش الربح التجاري
250000 أجور ورواتب	200000 هامش الربح التجاري	1750000 إجمالي فائض التشغيل

مدين	دائن	رصيد
250000 مصاريف مالية 1000000 اندثارات	1750000 إجمالي فائض التشغيل	500000 ربح التشغيل العادي
	500000 ربح التشغيل العادي	500000 صافي الربح قبل الضريبة
250000 ضرائب على الأرباح	500000 الأرباح قبل الضريبة	250000 صافي الربح بعد الضريبة

تمرين (3)

فيما يلي البيانات المستخرجة من سجلات إحدى المنشآت بتاريخ 2019/12/31

الإيرادات

المبيعات = 400000 دينار

إيرادات أخرى = 100000 دينار

المصروفات

كلفة المبيعات = 220000 دينار

مصروفات إدارية وعامة = 40000 دينار

مصروفات البيع والتوزيع = 20000 دينار

الفوائد = 10000 دينار

الاندثارات = 20000 دينار

مصروفات أخرى = 10000 دينار

مخصص الضريبة = 30000 دينار

المطلوب: إعداد حساب الأرباح والخسائر (حساب النتيجة) على شكل حساب.

الحل:

الإيرادات

المبيعات	400000
الإيرادات الأخرى	100000
ـــــــــــــــــــ	500000 إجمالي الإيرادات

تطرح المصروفات

كلفة المبيعات	220000
مصاريف إدارية وعامة	40000
مصاريف بيع وتوزيع	20000
الفوائد	10000
الاندثارات	20000
مصروفات أخرى	10000
مخصص الضريبة	30000
ـــــــــــــــــــ	350000 إجمالي المصروفات
	150000 صافي الربح

حـ/ الأرباح والخسائر

220000 حـ / كلفة المبيعات	400000 حـ / المبيعات
40000 حـ / مصاريف إدارية وعامة	100000 حـ/الإيرادات الأخرى
20000 حـ / مصاريف بيع وتوزيع	
10000 حـ / الفوائد	
20000 حـ / الاندثارات	
10000 حـ / مصروفات أخرى	
30000 حـ / مخصص الضريبة	
500000	500000

تمرين (4)

فيما يلي البيانات المستخرجة من كشوفات إحدى الشركات بتاريخ 31/ 2019/12 المبالغ بالآلاف.

أولاً: الميزانية قبل توزيع الأرباح: الموجودات الثابتة بالكلفة التاريخية 32000، الاندثارات 16000, الاحتياطيات 1000, مخزون البضائع 15000، قروض طويلة الأجل 8000, الفائدة 10%, الزبائن 6000 المجهزون 5500، النقدية 2250, ضرائب مستحقة 1500, رأس المال المدفوع 8000 صافي الأرباح 1250دينار.

ثانياً: المعلومات الإضافية: مخزون أول المدة 10000, المبيعات 50000, المشتريات 15000, المصروفات الثابتة 15000, مصروفات متغيرة 20000, مخزون أمان 2500, رأس المال 18000, 18000 أسهم عادية بقيمة 100 دينار للسهم الواحد.

الربح يوزع كالآتي:

احتياطي 750, فائض مرحل 250, توزيع فعلي يخصم من النقدية 250.

المطلوب: استخراج المؤشرات التالية مع ذكر العلاقة التي على أساسها تم استخراج هذه المؤشرات مع إعطاء حكم عام عن الوضع المالي للشركة.

1) الربحية المالية.
2) الربحية التجارية بطريقتين.
3) الربحية الاقتصادية.
4) القوة الايرادية.
5) الاستقلالية المالية.
6) تمويل الموجودات الثابتة.
7) مدل المديونية.
8) نسبة تغطية الفوائد.
9) رأس المال العامل بطريقتين.
10) نسبة التداول.
11) نسبة السيولة.
12) متوسط فترة التحصيل.
13) مدة تغطية ائتمان المجهزين.
14) معدل دوران الذمم.
15) معدل دوران المخزون.
16) معدل دوران الموجودات الثابتة.

17) معدل دوران إجمالي الموجودات. 18) نقطة التعادل.

19) نسبة العائد على رأس المال المستخدم. 20) ربح السهم الواحد.

21) القيمة الرياضية للسهم (الحسابية). 22) العتلة المالية.

23) إبداء الرأي حول الوضع المالي للشركة.

الحل:

الميزانية كما هي عليه في 31/ 12/ 2019 المعدة لأغراض التحليل المالي

الموجودات	المطلوبات
الموجودات الثابتة:	
35000 الموجودات الثابتة	18000 رأس المال المدفوع
(16000) اندثارات	8750 احتياطيات (8000+750)
19000	250 فائض مرحل
	27000 حقوق الملكية
2500 مخزون أمان	8000 قروض طويلة الأجل
21500 الموجودات الثابتة	35000 الأموال الدائمية
الموجودات المتداولة:	المطلوبات المتداولة:
12500 المخزون السلعي (15000− 2500)	5500 المجهزون
6000 زبائن	1500 ضرائب مستحقة
2000 نقدية (2250 – 250)	7000 المطلوبات المتداولة
20500 الموجودات المتداولة	
42000 الموجودات	42000 المطلوبات

1- الربحية المالية = $\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$

$$= \frac{1250}{27000} \times 100 = \%4.6$$

الربحية التجارية = $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}}$ ×100= %

$$= \frac{1250}{5000} \times 100 = \%2.5$$

2- الربحية التجارية = $\frac{\text{هامش الربح التجاري}}{\text{المبيعات}}$ ×100= %

هامش الربح التجاري = المبيعات – كلفة المبيعات

كلفة المبيعات = مخزون أول المدة + المشتريات – مخزون أخر المدة

هامش الربح التجاري = 50000 – 10000 = 40000 دينار

الربحية التجارية $= \frac{4000}{5000} \times 100 = \%80$

3- الربحية الاقتصادية = $\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الموجودات}}$ ×100= $\frac{1250}{42000}$ ×100= %3

4- القوة الايرادية = الربحية التجارية × $\frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الموجودات}}$ = %2.5 × $\frac{50000}{42000}$ =2.9=3

5- الاستقلالية المالية = $\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{الأموال الدائمية}} \times 100 = \frac{27000}{35000} \times 100 = 77.14\%$

إجمالي فائض التشغيل

6- نسبة تمويل (الموجودات الثابتة) = $\frac{\text{الأصول الدائمية}}{\text{الأموال الدائمية}} \times 100 = \frac{35000}{21500} \times 100 = 163\%$

7- معدل المديونية = $\frac{\text{إجمالي القروض}}{\text{مجموع المطلوبات}} \times 100 = \frac{15000}{42000} \times 100 = 35.7\%$

8- نسبة تغطية الفوائد = $\frac{\text{الفوائد}}{\text{إجمالي فائض التشغيل}} \times 100$

الفوائد = $8000 \times \frac{10}{100} = 800$ دينار

نسبة تغطية الفوائد = $\frac{800}{5000} \times 100 = 16\%$

إجمالي فائض التشغيل = المبيعات – (مصروفات ثابتة ومتغيرة + كلفة المبيعات)

= 50000-(15000+20000 + 10000) = 5000

9) رأس المال العامل

1- الأموال الدائمية – مجموع الموجودات

35000 -21500 = 13500 دينار

2- مجموع الموجودات المتداولة -مجموع المطلوبات المتداولة

20500 -7000 = 13500 دينار

10) نسبة التداول = $\frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \frac{20500}{7000} = 2.92 \leftarrow 1$

11) نسبة السيولة السريعة = $\frac{\text{مج الموجودات المتداولة – (المخزون + مصروفات مدفوعة مقدما)}}{\text{المطلوبات المتداولة}}$

$= \frac{20500 - 12500}{7000} = \frac{8000}{7000} = 1.14 \leftarrow 1$

نسبة السيولة القطعية = $\frac{\text{النقدية}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \frac{2000}{7000} = 28\%$

12)متوسط فترة تحصيل = $\frac{\text{الزبائن} \times 360}{\text{المبيعات}} = \frac{6000 \times 360}{5000} = \frac{216000}{5000} = 43$ يوماً

13) فترة تغطية ائتمانات المجهزين = $\frac{\text{المجهزين} \times 360}{\text{المشتريات}} = \frac{5500 \times 360}{15000} = 132$ يوماً

14) معدل دوران الذمم = $\frac{\text{المبيعات الآجلة}}{\text{إجمالي الذمم}} = \frac{50000}{6000} = 8$ مرات

15) معدل دوران المخزون = المبيعات / المخزون السلعي = 50000 / 15000 = 3.33 مرة

16) معدل دوران الموجودات الثابتة = المبيعات / الموجودات الثابتة = 50000 / 19000 = 2.63 مرة

17) معدل دوران إجمالي الموجودات = المبيعات / مجموع الموجودات = 50000 / 43000 = 1.2مرة

18) نقطة التعادل (المبيعات) = التكاليف الثابتة / (1- التكاليف المتغيرة / المبيعات) = 15000 / (1- 20000 / 50000) = 15000 / 0.6 = 25000 ألف

19) نسبة العائد على رأس المال المستخدم = صافي الربح / الأموال الدائمية = 1250 / 35000 ×100= 3.6%

20) ربحية السهم الواحد = صافي الأرباح / ... = 1250000 / ... =69.4 دينار

21) القيمة الرياضية = حقوق الملكية / عدد الأسهم = 2700000 / 18000 = 1500 دينار

22) العتلة المالية = الربحية المالية – الربحية الاقتصادية

= 4.6 % -3 % = 1.6%

23) إبداء الرأي

يمكن تحليل المؤشرات المستخرجة من بيانات هذه الشركة من في لا ثلاثة محاور رئيسية هي الربحية والسيولة والهيكل المالي بالنسبة للربحية فنلاحظ أن هامش الربحية التجارية يقع ضمن المعدل المقبول من قبل المنشآت وهذا يجب مقارنته بالمنشآت المماثلة لهذه المنشأة كما يمكن مقارنته بالسنة الماضية ومن ثم يمكن الحكم على مدى تحسن الربحية التجارية أو انخفاضها. لكن السيولة يمكن ملاحظتها والحكم عليها من خلال المؤشرات المستخرجة فإذا نظرنا لرأس المال العامل فهو في حالة موجبة بمعنى أخر أن الأموال الدائمية مولت جميع الموجودات الثابتة والمتبقي يمكن استخدامه في تمويل عناصر الدورة التشغيلية.

أما إذا نظرنا الى نسبة التداول فإننا فنلاحظ أن هذه النسبة هي أعلى من النسبة المعيارية المستخدمة لأغراض القياس حيث تشير هذه النسبة ونسبة السيولة السريعة والقطعية الى تحسن الوضع المالي للمنشأة أي أن هذه المنشأة بإمكانها الوفاء بالتزاماتها المالية المستحقة الأداء خلال الفترة المالية.

كذلك ورد ضمن محور تحليل السيولة إن الفترة الممنوحة لزبائن بخصوص تسديد التزاماتهم للمنشأة هي اقصر بكثير من الفترة الممنوحة للمنشأة من الموردين أو المجهزين هذا دليل أخر يشير الى إن الوضع المالي للمنشأة يسير بشكل جيد إذ أن التفاوت الطبيعي بين المخرجات النقدية والمدخلات النقدية كبير جداً لان هذه الفترة (89= 132-43 يوماً) تسمح في استخدام الأموال واستثمارها في مجالات أخرى بدلاً من دفعها الى المجهزين.

أما تحليل الهيكل المالي فقد أشر بعض الملاحظات وكان أهمها أن نسبة القروض الى مجموع الأموال الدائمية هي نسبة معقولة من ناحية سياسة الاقتراض والتمويل

المعتمدة من قبل المنشأة ويدخل ضمن التوجهات الحديثة للإدارة المالية أي بإمكان المنشآت أن تصل فيها نسبة القروض الى ما يقارب 50 % من الأموال الدائمية.

ولكننا وجدنا من خلال الملاحظة المعاكسة الثانية عند تحليل الهيكل المالي أن العتلة المالية هي ليست في صالح المنشأة لسبب بسيط قد يكون فنياً وهو ارتفاع نسبة الفائدة على القروض والمبلغ المدفوع كفوائد فإذا ما نسبنا مبلغ الفوائد الى صافي الربح نجد انه يشكل نسبة تقارب 64 % وهذا أمر غير مقبول من الناحية المالية إذ يشكل مخاطرة مالية على المنشأة ولكن لغرض التوفيق بين ما أشر ايجابياً لصالح المنشأة من ناحية الافتراض وبين ما ظهر معاكساً من ناحية تحليل الرافعة المالية يمكن اللجوء الى تخفيض سعر الفائدة لكي تكون النتيجة موجبة بالنسبة للعلاقة لمالية ويكون الاقتراض لصالح المنشأة.

أسئلة الفصل الثالث

1- ما هو مفهوم التحليل المالي؟
2- أشرح أسباب متطور التحليل المالي؟
3- أذكر الأطراف المستفيدة من التحليل المالي؟
4- ماهي شروط التحليل المالي؟
5- أذكر المعلومات اللازمة للتحليل المالي؟
6- ماهي أدوات التحليل المالي؟
7- ماهي أنواع التحليل المالي؟
8- ماهي الأدوات التي يستخدمها المحلل المالي في عملية التحليل المالي؟
9- أشرح خطوات التحليل المالي؟
10- أشرح الربحية المالية والربحية التجارية والربحية الاقتصادية؟
11- ماهي استخدامات نقطة التعادل؟

تمرين: الميزانية العمومية كما في الشكل في 1 3 / 12 / 2019

الموجودات	المطلوبات
النقد؟	المطلوبات المتداولة؟
المخزون؟	القروض؟
مجموع الموجودات المتداولة؟	مجموع المطلوبات؟
الموجودات الثابتة؟	حقوق الملكية؟
مجموع الموجودات	مجموع المطلوبات وحقوق الملية

فاذاعلمت ما يلي:

1- حقوق الملكية 100000 دينار
2- نسبة المطلوبات المتداولة الى الديون الكلية = 40 %
3- مجموع الديون الى حقوق الملكية = 60 %

4- نسبة الموجودات الثابتة الى حقوق الملكية = 60 %

5- معدل دوران الموجودات = 2 مرة

6- معدل دوران المخزون = 8 مرة

المطلوب: إكمال الميزانية العمومية باستخدام المعلومات المتوفرة أعلاه.

الفصل الرابع

كشف تدفقات الأموال

Fund Flow Statement

الفصل الرابع

كشف تدفقات الأموال Fund Flow Statement

تعتمد الإدارة المالية أساساً على الكشوفات المالية مثل حساب النتيجة أو حساب الدخل وقائمة المركز المالي أو الميزانية إذ أن المؤشرات المستخدمة في اتخاذ القرارات المالية تعتمد معطياتها على ما يرد في هذه الكشوفات ولكن لان هذه الكشوفات غير متكاملة من ناحية توفير بيانات أخرى تساهم في عملية اتخاذ القرارات الإدارية. فان هنالك كشوفات إضافية وقد تكون إلزامية تساعد الميزانية وحساب النتيجة في توضيح الأمور المالية واتخاذ قرارات متعددة داخل المنشأة. لان القوائم التقليدية المالية تحتوي على الحسابات الظاهرة فيها والمستخرجة من سجلات المنشأة ومن دفاتر الأستاذ المساعدة في المنشأة ولا تبين أية ملاحظات إضافية أخرى عدا ملاحظات بسيطة لا تشكل أهمية كبيرة من ناحية اتخاذ القرار المالي.

ولذلك فقد ألزمت العديد من النظم المحاسبية الشركات بأعداد قوائم أخرى مثل قائمة كشف تدفقات الأموال تكون مهمة هذه القائمة إظهار التغيرات التي تحصل بين البنود المحاسبية الواردة في الكشوفات المالية التقليدية خلال فترتين متعاقبتين. وحين تظهر هذه التغيرات يكون من الواضح لدى المحلل المالي أن هذه القائمة تظهر استخدامات الأموال ومصادر الحصول عليها وكذلك المجالات التي استخدمت فيها وأنواع التمويل للمنشآت والى غير ذلك من الفوائد الكثيرة التي تظهرها قائمة التدفقات النقدية.

وهنالك تسميات عديدة لقائمة تدفقات الأموال مثل قائمة حركة الأموال Statement of Money Movement والتغيرات في المركز المالي the Changes in Balance Sheet وهنالك تسمية شائعة هي قائمة مصادر الأموال واستخداماتها Statement of Sources and Uses of Money الأموال تبين مصادر الأموال وهدف استخدامها كما تبين التغيرات التي تطرأ على الأموال من حيث الزيادة أو النقصان في كل

بند وذلك خلال فترة زمنية معينة, ويمكن إعداد قائمة تدفق الأموال على أساس سنوي أو اقل حسب الحاجة لكن يفضل إن تعد مع الحسابات الختامية لكي توضح كثيرا من الأمور وإجراء المقارنات فالمقومات المالية الواردة فيها معلومات تكميلية وليست بديك عن المقومات الواردة ني الحسابات الختامية.

1-4 إعداد قائمة حركة ألاموال Preparations of Money Movement Statement

توجد ثلاثة أسس لإعداد قائمة حركة الأموال:

1) إعداد قائمة حركة الأموال على الأساس النقدي

Cash- Based Preparation of Money Movement Statement

2) إعداد قائمة حركة الأموال على أساس رأس المال العامل.

Working- Capital Preparation of Money Movement Statement

3) إعداد قائمة حركة الأموال على الأساس الشامل.

Total- Based preparation of Money Movement Statement

فإذا ما أعدت القائمة على الأساس النقدي فإننا نجد إن هذه القائمة تأخذ في الحسبان البنود التي تسب الزيادة والنقصان في النقدية مثل تسديد الديون التي على المنشأة والمقبوضات من الزبائن. حيث يمثل تسديد الديون نقصا في الأرصدة النقدية والمقبوضات زيادة فيها. وإعداد القائمة على الأساس النقدي له عيوب مهمة والسبب في ذلك إنها تكون غير متكاملة أي إنها تتجاهل أموراً كثيرة وتأخذ فقط حركة البنود النقدية في الزيادة والنقصان وكما إن النقدية تتعرض للتذبذب باستمرار وفق الظواهر الاقتصادية فان القائمة لا تعبر بشكل دقيق عن الهدف المعدة من أجله. كذلك في حالة حصول المنشأة على قروض قصيرة الأجل فان الأرصدة النقدية تظهر زيادة كبيرة في الجانب المالي للمنشأة وبالتالي تعبر عن وضع مالي جيد للمنشأة رغم إن هنالك قصوراً في مجالات أخرى. لذلك فان هذه القائمة يعاب عليها في هذا الجانب, لكن بالمقابل فهي تمتاز بالسهولة في الإعداد وإمكانية استخدامها في التخطيط قصير الأجل. وفي كل الأحوال فان القائمة المعدة على الأساس النقدي تبقى محدودة الاستخدام.

أما قائمة حركة الأموال المعدة على أساس رأس المال العامل فتعتبر أكثر شمولية وفائدة من سابقتها. ويعرف رأس المال العامل بأنه الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة ومن خلال مفهوم رأس المال العامل نلاحظ أن القائمة المعدة على هذا الأساس تبين التغيرات التي تحصل بين البنود المكونة لرأس المال العامل من زيادة أو نقصان أو الفرق بين التغيرات في الموجودات والتغيرات في المطلوبات يمكن أن يعبر عن التغير في رأس المال العامل. وتعتبر قائمة حركة الأموال لرأس المال العامل بديلة عن القائمة النقدية وتدخل فيها جميع العمليات والنشاطات التي من شأنها زيادة أو تخفيض رأس المال العامل. إلا انه يعاب على هذه القائمة إنها تتجاهل بعض النشاطات المالية والاستثمارية المهمة والتي قد لا تدخل ضمن حسابات رأس المال العامل مثل إصدار الأسهم الجديدة وبيع سندات الدين طويل الأجل أو شراء الموجودات الثابتة وغيرها من العمليات التي لا تقع ضمن مكونات الموجودات المتداولة والمطلوبات قصيرة الأجل. وفيما يلي شكل يوضح قائمة حركة الأموال لرأس المال العامل.

البيان	رصيد أول المدة	رصيد أخر المدة	التغير في رأس المال العامل	
			زيادة	نقصان
أ-الموجودات المتداولة: النقدية				
الرصيد في البنك				
أوراق مالية متداولة				
حسابات الذمم المدينة				
أوراق قبض				
المخزون				
المصاريف المدفوعة مقدما				
المجموع				
ب-المطلوبات المتداولة				
ذمم دائنة				
أوراق دفع				
أرصدة بنوك دائنة				
مخصص الضريبة				

البيان	رصيد أول المدة	رصيد أخر المدة	التغير في رأس المال العامل	
			زيادة	نقصان
ارباح أسهم مخصص ديون معروفة				
المجموع				
صافي رأس المال العامل (أ-ب)				

تستخدم قائمة حركة الأموال على أساس رأس المال العامل من اجل التخطيط قصير الأجل وكذلك من اجل معرفة سيولة المنشأة كما أنها مفيدة للدائنين لغرض معرفة مقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها العاجلة إلا انه يعاب على هذه القائمة بأنها غير متكاملة إذا إنها لا تتضمن بعض البنود المهمة الى جانب رأس المال العامل. مثال ذلك شراء الموجودات الثابتة حيث إن مثل هذه العمليات تؤثر على رأس المال العامل وعليه فلابد أن يكون لهذه العمليات اثر في إعداد القائمة على أساس رأس المال العامل.

قبل الانتقال إلى الجانب التطبيقي لهاتين القائمتين المذكورتين أنفاً لا بد من استعراض موجز للنوع الثالث من القائمة وهي القائمة المعدة على الأساس الشامل. حيث إن الشكل الأخير للقائمة جاء ليتضمن جميع البنود المحاسبية التي تتأثر بالزيادة أو النقصان بين فترتين متتاليتين وعليه فأن النموذج الأخير قد تجاوز العيوب بالنسبة للقائمتين السابقتين وذلك من خلال احتوائه على جميع مصادر التمويل المتأتية للمنشأة وجميع أوجه استخدامها. وعند إعداد القائمة لا بد أن يكون هذا الإعداد مستنداً إلى قاعدة معينة وهذه القاعدة مفادها إن أي زيادة في أي فقرة من فقرات الموجودات يعتبر استخداماً وأي نقص في الموجودات يعتبر مصدراً. من جانب أخر أية زيادة في أي عنصر من عناصر المطلوبات يعتبر مصدراً من مصادر التمويل وأي نقص في أي عنصر من عناصر المطلوبات يعتبر استخداما. وكما في الشكل الآتي:



يمكن تلخيص طريقة إعداد قائمة مصادر واستخدامات الأموال بالخطوات التالية:

1) مقارنة الميزانية عن فترتين زمنيتين والتعرف على التغيرات في كل بند من بنود الميزانية العمومية من حيث كونه مصدرا أو استخداما للأموال.

2) تحت قائمة مصادر الأموال نضع كل البنود التي تم التعرف عليها في الخطوة الأولى على إنها مصدر للأموال وجمعها.

3) جمع البنود الأخرى التي تم التعرف عليها على إنها استخدامات الأموال.

4) يكون التغير في الأموال مساويا للفرق بين مجموع المصادر ومجموع الاستخدامات. وبناءا على ما تقدم يمكننا وضع تعريف شامل لقائمة مصادر الأموال واستخداماتها وهو:

أنها قائمة تبين التغيرات التي تظهر بين البنود المحاسبية خلال فترتين متتاليتين أو متقاربتين كما تتضمن التعديلات التي تطرأ عليها خلال الفترة ومن ثم إظهار التدفقات المالية بنوعيها سواءاً كانت استخداما أم مصدراً للأموال وبشكل واضح يبين المصادر الخاصة بالتمويل وأوجه استخدامها.

مثال

استخدم الأرقام التي تظهر في الميزانية العمومية لإحدى المنشآت في الأعوام 2019, 2020 في تحضير قائمة مصادر الأموال واستخداماتها لتلك المنشاة.

البيان	2019/12/31	2020/12/31	المصادر	الاستخدامات
<u>الموجودات</u>				
النقدية	2700	2500		200
أوراق مالية متداولة	1600	1800	200	2000
ذمم مدينة	18000	20000		2000
المخزون	36000	38000		5000
المباني والآلات	39000	44000		
مخصص الاندثار	(9000)	(11000)		
<u>المطلوبات وحقوق الملكية</u>	88300	95300	2000	
ذمم دائنة				
أوراق دفع				
ضرائب مستحقة			1000	
مطلوبات متداولة أخرى	8000	9000	5000	
ديون طويلة الأجل	10000	15000	2000	
أسهم عادية	5000	7000	300	
ارباح محتجزة	2000	2300		
	24000	22000	–	2000
	17000	17000	700	–
	22300	23000		
المجموع	88300	95300	11200	11200

يلاحظ من القائمة السابقة أن مجموع مصادر الأموال يجب أن يساوي الاستخدامات لتلك الأموال.

ولمطابقة ما سبق ذكره بخصوص مصادر واستخدامات الأموال مع المعلومات المقدمة سابقاً يمكن وضع مصادر واستخدامات الأموال في قائمة منفصلة لزيادة توضيح مصادر واستخدامات الأموال وكالاتي:

مصادر واستخدامات الأموال:

المصادر:

النقص في النقدية	200
الزيادة في مخصص الاندثار	0200
الزيادة في الذمم الدائنة	1000
الزيادة في أوراق الدفع	5000
الزيادة في الضرائب المستحقة	2000
الزيادة في المطلوبات المتداولة الأخرى	300
الزيادة في الأرباح المحتجزة	700
المجموع لمصادر الأموال	11200

الاستخدامات:

الزيادة في الأوراق المالية	200
الزيادة في الذمم المدينة	2000
الزيادة في المخزون	2000
الزيادة في المباني والآلات	5000
النقص في الديون طويلة الأجل	2000
مجموع الاستخدامات	11200

وتجدر الإشارة هنا إلى أن الزيادة في الأرباح المحجوزة والتي تعتبر مصدرا للأموال تمثل الفرق بين صافي الدخل بعد دفع الضرائب والأرباح الموزعة على حملة الأسهم واستخدام الأموال أي أن الدخل الصافي للمنشأة يعتبر مصدرا للأموال بينما يعتبر توزيع الأرباح على حملة الأسهم استخداما لهما.

أسئلة الفصل الرابع

1- ما هو مفهوم كشف تدفق الأموال؟

2- أذكر أسس إعداد قائمة حركة الأموال؟

3- أشرح خطوات طريقة إعداد قائمة مصادر واستخدامات الأموال؟

4- أذكر قاعدة إعداد قائمة مصادر واستخدامات الأموال، مع توضيح تلك القاعدة على الشكل.

الفصل الخامس

التنبؤ المالي

Financial Forecasting

الفصل الخامس

التنبؤ المالي Financial Forecasting

يسمى مفهوم التنبؤ المالي في اللغة الإنجليزية Financial forecasting، ويشير هذا المفهوم المالي إلى مجموعة شاملة من التوقعات التي يقوم بها المدير المالي والتي تهدف إلى وضع تصورات مستقبلية حول عمليات النشاط والاستثمار والتمويل في المنظمة خلال فترة زمنية محددة، ويتم إعداد التقرير الخاص بعملية التنبؤ المالي بشكل تشاركي مع بعض الأقسام الأخرى في المنظمة لأنها تمتلك تفاصيل أكثر عمقًا عن الحالة العامة لتلك الأقسام من خلال المدراء المباشرين، ومن أبرز الأقسام التي يتم أخذها بعين الاعتبار عند القيام بالتنبؤ المالي: قسم المبيعات وقسم الإنتاج وقسم التسويق.

ومن خلال معرفة بعض التفاصيل الإضافية التي تخص الأقسام يقوم المدير المالي بتقدير إمكانية تمويل بعض الحسابات التي تنتظر أموالًا مستحقة، حيث يتم من خلال هذه الأموال تمويل هذه الحسابات، وتكون هناك مجموعة من المهام الموزعة على مدراء الأقسام للمساعدة في عملية التنبؤ، حيث تُناط بمدير الإنتاج مسؤولية توقع قدرة المنظمة على إنتاج حجم معين من السلع خلال الفترات المستقبلية اللاحقة، أما بالنسبة لمدير التسويق فتناط به مسؤولية توقع حجم الطلب على السلع التي يتم إنتاجها، أما بالنسبة لقسم المبيعات فإن معرفة التقدير البيعي خلال السنة المالية وما يمكن أن يتم توليده من سيولة نقدية جراء عمليات البيع يعد الخطوة الأولى من أجل أن تتم عملية التنبؤ المالي من قبل المدير المالي على النحو المطلوب، ثم يتم بعد ذلك تحديد ما يمكن أن يتم تزويد المنظمة به من أصول جديدة وفقًا لمعدلات النمو في العمليات البيعية والإنتاجية، أو استثمار هذه الأموال في عمليات التطوير والبحث وتحسين الأداء.

1-5: تنبؤات المبيعات Sales Prediction

1- اثر المبيعات في فقرات كشف الـدخل والميزانيـة العموميـة: Effects of sales on the Items of Income Statement and Balance Sheet

أ- العلاقة بين المبيعات وفقرات كشف الدخل

The Relationship Between Sales and Income Statement Items

تؤثر المبيعات بشكل كبير في التكاليف المتنوعة للمنشأة حيث أن هناك نوعين مـن التكـاليف هـما التكاليف المتغيرة والتكاليف الثابتة. فالتكاليف المتغيرة variable costs هي التكاليف التي تـرتبط بشـكل مباشر ووثيـق بالإنتـاج أو المبيعـات وتتـأثر بالزيـادة أو النقصـان حيـنما يتغـير حجـم الإنتـاج أو المبيعـات بالزيادة أو النقصان. أما التكاليف الثابتة fixed costs فهـي التكـاليف التـي تبقـى ثابتـة بحـدود الطاقـة الإنتاجية الاعتيادية للمنشأة وتزداد هذه التكاليف على شكل قفـزات متدرجـة أو منتظمـة في حالـة لجـوء المنشأة الى زيادة طاقتها الإنتاجية.

ب- العلاقة بين المبيعات وفقرات الميزانية العمومية:

The relationship between sales and balance sheet items

ترتبط المبيعات ارتباطا وثيقا بفقرات الميزانية مثل النقدية والذمم والمخزون وكلما توقعت المنشـأة زيادة في مبيعاتها فمن المؤكد أن تنعكس هذه الزيادة على الفقرات المذكورة أنفا. كذلك فزيـادة المبيعـات تؤدي الى زيادة النقدية, وزيادة المبيعات الآجلة تؤدي إلى زيادة الـذمم المدينـة, وزيـادة المبيعـات بشـكل عام تؤدي إلى زيادة المخزون لدى المنشأة, كذلك تؤثر الزيادة المتوقعة في المبيعات على الموجودات الثابتـة. ومن جهة أخـرى ان أي زيـادة في المبيعـات تـؤدي الى زيـادة الربحيـة أو صـافي الـدخل مـما يـنعكس اثـره الإيجابي على زيادة الأرباح المحتجزة وبمـا ان هـذه الأربـاح المحتجـزة تشـكل أحـد عنـاصر التمويـل الـذاتي للمنشأة فأن زيادة المبيعات تؤدي الى زيادة التمويل الذاتي الذي عادة مـا يسـتخدم في زيـادة الاسـتثمارات في المنشأة لأغـراض التوسـع والتجديـد وزيـادة الطاقـة الإنتاجيـة لعنـاصر الموجـودات الثابتـة المسـتغلة في المنشأة.

2- إعداد تنبؤات المبيعات Preparation of Sales Predictions

يتم اتباع خطوات متعددة في إعداد تنبؤات المبيعات يمكن إجمالها بما يلي:

أ- دراسة التجربة السابقة للمنشأة وبعض المؤشرات الإجمالية ذات العلاقة:

Studying the Previous Experience of the Firm and Some Related Total Indicators.

حيث يتم التعرف على تطور المبيعات الصافية للسنوات السابقة ولغاية السنة الحالية ومن ثم التنبؤ في المبيعات للسنة القادمة وذلك من خلال اعتماد رسم بياني يوضح تطور المبيعات للسنوات الماضية ويمكن تعزيز دراسة المبيعات الصافية بدراسة المؤشرات الإجمالية ومن خلال دراسة القيمة المضافة للسنوات السابقة.

1-تقدير مكونات مجموع المبيعات الصافية Estimating the Components of Net Total sales

لغرض التنبؤ بالمبيعات يجب على المنشأة ان تجزء مبيعاتها الإجمالية اذا كانت من نوع واحد متشابه الى أجزاء أو أصناف فرعية مثل مبيعات المنشأة للأثاث تجزأ إلى أثاث منزلي وأثاث مكتبي وكذلك مبيعات المنشأة من الملابس تجزأ الى مبيعات ملابس رجالية ومبيعات ملابس نسائية ومبيعات ملابس أطفال.. الخ. كما انه يجب ذكر عدد الوحدات المتوقع بيعها وأسعار بيع المفرد والمبلغ الإجمالي للمبيعات.

2-تقدير حصة الشركة في السوق: Estimating the Components share in Market لغرض إعداد تنبؤات المبيعات لا بد من دراسة موقع الشركة في سوق المنتجات المتخصصة بها وطبيعة المنافسة والمنتجات الجديدة والأسعار والطاقات الإنتاجية الجديدة وتبدل أذواق المستهلكين.

ب- دراسة السياسات والعوامل الأخرى المؤثرة في تنبؤات المبيعات

Study the Polices and other Factors Affecting Sales Predictions

فضلا عما تقدم هنالك عوامل أخرى تؤثر على التنبؤ بالمبيعات ومن بين هذه العوامل:

- سياسة الترويج Promotion Policy
- سياسة البيع الأجل وشروطه Policy and Condition of Credit Selling
- الطلبيات الحالية والمتوقعة present and expected requirements
- سياسة الدولة وغيرها policy of State and other

2-5: التنبؤ بالاحتياجات الحالية Prediction of Current needs

أ- طريقة النسبة المئوية من المبيعات: method of sales percentage

تعتمد هذه الطريقة على حساب كل فقرة من الموجودات والمطلوبات وحق الملكية كنسبة مئوية من المبيعات الصافية لسنة الأساس. ويجب التمييز بين الفقرات التي تتأثر تلقائيا بزيادة المبيعات كالنقدية والذمم المدينة والمخزون والموجودات الثابتة والحسابات الدائنة والمستحقات, وبين الفقرات التي لا تتأثر أو ليس لها علاقة مباشرة بزيادة المبيعات مثل القروض والاسهم بأنواعها.

تمرين:

فيما يلي ميزانية احدى الشركات كما تظهر في 2019/12/31 (المبالغ بألاف الدنانير).

10 النقدية	40 الحسابات الدائنة
85 الذمم المدينة	10 أوراق دفع
100 المخزون	25 المستحقات
150 الموجودات الثابتة	72 قروض طويلة الأجل
	150 الأسهم العادية
	48 الارباح المحتجزة
345	345

فاذا علمت ما يأتي:

1) بلغت المبيعات الصافية 500 الف دينار وهي تساوي الطاقة العادية بالكامل.
2) هامش الربح من المبيعات (الدخل الصافي) يساوي 4%.
3) الدخل (الربح الصافي) 20 الف دينار تم توزيع 40% منه كمقسوم أرباح وتخطيط الشركة للإبقاء على هذه النسبة من توزيع الأرباح.
4) يتوقع ان تصل المبيعات خلال سنة 2020 الى 750000 دينار.

المطلوب: تقدير المتطلبات النقدية اللازمة لتمويل هذا النمو في المبيعات من مصادر خارجية.

ملاحظة: كلما كانت نسبة الزيادة في المبيعات للسنة القادمة كبيرة كلما احتاجت المنشأة إلى أموال من مصادر خارجية لتغطية الموجودات التلقائية المضافة وكلما كانت نسبة الزيادة في المبيعات قليلة كلما أمكن تغطيتها من الأرباح المحتجزة (تمويل ذاتي) إذا كان هامش الربح ونسبة الأرباح المحتجزة تسمح بذلك.

الحل:

الميزانية في 2019/12/31 (محسوبة كنسبة مئوية من المبيعات) والميزانية التقديرية في 2020/12/31

فقرات الميزانية	الميزانية في 2019/12/31 كنسبة مئوية من المبيعات عام 2019 والبالغة 500 الف دينار	الميزانية التقديرية في 2020/12/31 على أساس مبيعات متوقعة خلال السنة (750) الف دينار
الموجودات المتداولة		
النقدية	%2	15(750×2%)
الذمم المدينة	%17	128(750×17%)
المخزون	%20	150
مجموع الموجودات المتداولة	%39	293
الموجودات الثابتة	%30	225
مجموع الموجودات	%69	518
المطلوبات:		
الحسابات الدائنة	%8	60
أوراق دفع	غير متأثرة	10
المستحقات	%5	38
مجموع المطلوبات	غير متأثر	108
قروض طويلة الأجل	غير متأثرة	72
الأسهم العادية	غير متأثرة	15
الأرباح المحتجزة	غير متأثرة	66
المطلوبات وحقوق الملكية	غير متأثرة	396
الأموال المتاحة		396
الأموال المطلوبة		122(**)
		518

(*) الأرباح المحتجزة من 2017 = 48

لعام 2000 – 750 * 4% = 30 تنقسم إلى

احتجاز 30* 60% = 18

توزيع 30*40% = 12

إجمالي الأرباح المحتجزة = 48+18= 66

(**) الأموال المطلوبة = 518 – 396 = 122

ب- طريقة الانحدار الخطي البسيط Method of Simple Linear Regression

اذا افترضنا أن العلاقة بين موجود معين والمبيعات هي خطية فانه يمكن استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط لتقدير الأموال الخارجية المطلوبة مقابل أي زيادة في المبيعات وتحسب معادلة خط الانحدار لكل فقرات الميزانية كما يلي:

$$Y=a+bx$$

حيث أن:

y = المخزون أو الذمم أو الموجودات الثابتة

X = المبيعات

a,b = ثوابت

$$b=\frac{\sum Xy-\frac{\sum X\sum y}{N}}{\sum X-\frac{(\sum X)}{N}}$$

$$a=\frac{1}{N}\{\sum y-b\ \sum X\}$$

أمثلة:

الذمم المدينة = 7+0.15 (المبيعات) = 7+(0.15+750) = 119.5 (ألف دينار)

المخزون = 20+0.16 (المبيعات) = 20+(0.16×750) = 140 ألف دينار

الموجودات الثابتة = 38 + (0.23× المبيعات) = 38+ (0.23×750) = 210.5 ألف دينار هذا بالقياس مع المبالغ الأتية المتوقعة لسنة 2019 بموجب طريقة النسب المئوية من المبيعات

ذمم مدينة = 17% × 750 = 128 إلف دينار

مخزون = 20% × 750 = 150 ألف دينار

الموجودات الثابتة = 30% × 750 = 225 ألف دينار

3-5: العلاقة بين النمو والمتطلبات الحالية

Relationship Between Growth and Current Requirements

كلما ازدادت نسبة نمو المبيعات كلما ازدادت المتطلبات المالية (الأموال الخارجية المطلوبة) ومن الضروري اخذ العوامل والمتغيرات الآتية بنظر الاعتبار عند حساب المتطلبات الحالية

أ- التخطيط المالي: Financial Planning: كلما كانت نسبة الزيادة المتوقعة في المبيعات منخفضة فأن المنشأة لا تحتاج الى تمويل خارجي إضافي وكلما كانت العكس كلما احتاجت المنشأة الى تمويل خارجي. لكن اذا وجدت المنشأة صعوبات في الحصول على الأموال فان عليها ان تعيد النظر في سياسة أو خطة التوسع والنمو.

ب- سياسة مقسوم الأرباح: Dividends Policy: كلما زادت نسبة توزيع الأرباح كلما أدى ذلك إلى انخفاض الإضافة السنوية للأرباح المحتجزة وبالتالي ازدادت الحاجة إلى الأموال الخارجية المطلوبة لتمويل التوسع أو النمو. فاذا كانت المنشأة تواجه صعوبة في الحصول على الأموال الخارجية فان عليها أن تعيد النظر في سياسة مقسوم الأرباح.

ت- كثافة رأس المال: Intensive Capital: وهي العلاقة بين الموجودات والمبيعات أي أن كثافة رأس المال تساوي الموجودات مقسومة على المبيعات. فاذا كانت كثافة رأس المال منخفضة فان المبيعات يمكن ان تنمو بسرعة بدون الحاجة الى تمويل خارجي إضافي. وبالعكس فان ارتفاع كثافة رأس المال يعني نموأ صغيرا في المبيعات يؤدي الى زيادة كبيرة في الأموال الخارجية المطلوبة.

ث- هامش الربح من المبيعات: Profit Margin of Sales: يؤثر هامش الربح من المبيعات في المتطلبات المالية الخارجية لان الهامش المرتفع يعني تقليل الحاجة لتلك المتطلبات. لقد تنبهت العديد من الشركات الى هذه الحقيقية وعلمت على زيادة الكفاءة الإنتاجية ومن ثم زيادة هامش الربح من المبيعات وبذلك تمكنت من تمويل الزيادة في الموجودات بدون الحاجة إلى تمويل خارجي كبير.

مثال:

فيما يلي جدول يبين مستويات المبيعات والـذمم المدينـة والمخـزون والموجـودات الثابتـة (الصـافي) لمدة (11) سنة في الشركة موضوع التطبيق (القيم بألاف الدنانير).

السنة	المبيعات	الذمم المدينة	المخزون	الموجودات الثابتة (صافي)
2009	175	33	44	78
2010	200	38	48	83
2011	215	44	53	86
2012	185	35	57	79
2013	235	43	60	91
2014	265	45	66	98
2015	300	52	73	106
2016	280	47	70	101
2017	350	61	78	118
2018	420	71	90	175
2019	500	85	100	150

وقد رسمت خطوط الانحدار لبيان تلك العلاقة بـين الفقـرات والمبيعـات كـما في الاشـكال السـابقة وتم حساب معادلة الانحدار لكل فقرة منها وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى واسـتخراج الثوابـت (a,b) لغرض حساب علاقة المخزون (y) بالمبيعات (x) وفي معادلة خطية يعبر عنها رياضيا:

$Y = a+bx$

مثال ذلك العلاقات التي تم أخذها ما بين كل فقرة مـن الفقـرات أنفـة الـذكر وعلاقتهـا بالمبيعـات فأنه يمكن حساب الثوابت المؤشرة على الرسوم السابقة وكما يلي:

الذمم المدينة = 7+ 0.15 (المبيعات)

= 0.15+7 (750) = 119.5 ألف دينار

المخزون = 0.16+20 (750) = 140 إلف دينار

الموجودات الثابتة = 38 + 0.23 (750) = 210.5 الف دينار

أسئلة الفصل الخامس

1- صف العلاقة بين المبيعات وفقرات كشف الدخل؟

2- صف العلاقة بين المبيعات وفقرات الميزانية العمومية؟

3- أذكر خطوات تنبؤات المبيعات؟

4- ماهي العوامل التي تؤثر على التنبؤ بالمبيعات؟

5- أذكر العوامل والمتغيرات التي تؤخذ بنظر الاعتبار عند تحديد العلاقة بين النمو والمتطلبات المالية؟

الفصل السادس

تخطيط الأرباح والرافعة التشغيلية

Profit Planning and Operating Leverage

الفصل السادس

تخطيط الأرباح والرافعة التشغيلية

Profit Planning and Operating Leverage

تُستخدم نسب الرافعة لتحديد المستوى النسبي لتحميل الديون الذي تكبدته الشركة. تقارن هـذه النسب بين إجمالي التزام الـديون إمـا بموجـودات أو حقـوق ملكيـة الشركـة. تشـير النسـبة المرتفعـة إلى أن الشركة ربما تكون قد تكبدت مستوى عالي من الـدين اكثر مـما يمكـن توقعـه بشـكل معقـول للعمـل مـع التدفقات النقدية الجارية.

يقصد بالرافعة التشغيلية (العاملة) هي أن أي تغير صغير من الناحية النسـبية في المبيعـات يـؤدي الى تغير كبير في الأرباح العاملة أي الأرباح قبل الفوائد والضرائـب ويرمـز لهـا بـالرمز (EBIT) (Earnings Before Interest Taxes) وهي بذلك تشبه الرافعة أو العتلة في الفيزياء من حيـث أن اسـتخدامها يـؤدي الى رفع جسم ثقيل بقوة صغيرة مركزة عليه.

تعرف الرافعة بأنها عبارة عن المدى الذي يمكن به زيادة الأرباح في المنشأة نتيجـة زيـادة الاعـتماد على التكاليف الثابتة أو الأموال المقترضة أو الاثنين معا. وبذلك فان مفهوم الرافعـة يغطـي ثلاثـة مجـالات أساسية:

- الرفع التشغيلي: يرتبط بهيكل التكاليف.
- الرفع المالي: يرتبط بهيكل التمويل.
- الرفع المشترك: محصلة مشتركة للرفعين التشغيلي والمالي.

الرفع التشغيلي operating leverage

تهـتم درجـة الرفـع التشـغيلي بشـكل أسـاس بالتكـاليف الثابتـة كونهـا تكلفـة تتكبـدها المنشـأة بأسـلوب ومسـتمر بغـض النظـر عـن حجـم الإنتـاج والبيـع وبـذلك فـان النصـيب الوحدة الواحدة مـن التكـاليف الثابتـة سـينخفض عنـد زيـادة الإنتـاج وهـو مـا سـيحقق صـافي

أرباح إضافية وبما ان التكاليف المتغيرة هي تكاليف مرتبطة ارتباطا مباشرا بالإنتاج وبالتالي فان نصيب الوحدة الواحدة من التكاليف المتغيرة يبقى ثابتا مهما تغيرت مستويات الإنتاج كما أن السعر يرتبط بسياسة المنشأة وفي أغلب الأحيان بعوامل تخرج عن السيطرة.

1-6 أنواع المنشآت من حيث استخدام الرافعة العاملة(التشغيلية)

أ-المنشآت ذات الاستخدام المنخفض للرافعة العاملة Firms of Low-Used Operating Leverage

مثال:

الرافعة العاملة للمنشأة عندما يكون سعر بيع الوحدة الواحدة (2) دينار ومجموع التكاليف الثابتة (40) ألف دينار ومجموع التكاليف المتغيرة للوحدة (1.5) دينار

الوحدات المباعة	المبيعات	التكاليف المتغيرة	التكاليف الثابتة	مجموع التكاليف	EBIT
40	80	60	40	100	(20)
80	160	120	40	160	تعادل
100	200	150	40	190	10
120	240	180	40	220	20
160	320	240	40	280	40
200	400	300	40	340	60
240	480	360	40	400	80
400	800	600	40	640	160

تمتاز مثل هذه المنشاة التي تعتبر ذات استخدام منخفض للرافعة العاملة بالخصائص الآتية:

1- انخفاض التكاليف الثابتة بسبب كثافة استخدام القوى العاملة بدلا من استخدام الموجودات الثابتة.

2- ارتفاع التكاليف المتغيرة للوحدة الواحدة بسبب استخدام العمل المباشر في العمليات بدلا من المكائن والمعدات.

3- يمكن للمنشأة أن تحقق تعادلا بمستوى منخفض من المبيعات تبلغ (80) ألف وحدة ومن ثم تقل مخاطرتها ويكون ربحها منخفضا.

ب-المنشآت ذات الاستخدام المعتدل للرافعة العاملة: Firms of Moderate-Used Operating Leverage

مثال:

الرافعة العاملة للمنشأة عندما يكون سعر البيع للوحدة الواحدة (2) دينار والتكاليف الثابتة (80) ألف دينار والتكاليف المتغيرة للوحدة الواحدة (1.2) دينار.

الواحدت	المبيعات	التكاليف المتغيرة	التكاليف الثابتة	مجموع التكاليف	EBiT
40	80	48	80	128	(48)
80	160	96	80	176	(16)
100	200	120	80	200	تعادل
120	240	144	80	224	16
160	320	192	80	272	48
200	400	240	80	320	80
240	480	288	80	368	112
400	800	480	80	560	240

من خصائص هذا النوع من المنشآت:

1- اعتدال مجموع التكاليف الثابتة الاستخدام المتوسط للموجودات الثابتة.

2- اعتدال التكاليف المتغيرة للوحدة الواحدة بسبب المزيج المعتدل من القوى التكاليف العاملة والموجودات الثابتة في العمليات الإنتاجية وبالتالي فان خط مجموع التكاليف المتغيرة يرتفع بشكل عادي استجابة للزيادة في المبيعات.

3- تحقق التعادل بحجم مبيعات أعلى مما هو عليه في المنشأة أ.

ج -المنشآت ذات الاستخدام العالي للرافعة العاملة: Firms of High-Used Operating Leverage

مثال:

الرافعة العاملة للمنشأة عندما يكون سعر البيع للوحدة (2) دينار والتكاليف الثابتة (120) ألف دينار والتكاليف المتغيرة للوحدة (1) دينار.

الوحدات	المبيعات	التكاليف المتغيرة	التكاليف الثابتة	مجموع التكاليف	EBITالربح او الخسارة
40	80	40	120	160	(80)
80	160	80	120	200	(40)
100	200	100	120	220	(20)
120	240	120	120	240	تعادل
160	320	160	120	280	40
200	400	200	120	320	80
240	480	240	120	360	120
400	800	400	120	520	280

نسبة الزيادة = $\frac{240-400}{240}\times100 = \frac{160}{240}\times100 = 66.7$

تستخدم مثل هذه المنشآت التكنولوجيا بشكل كبير يصل الى حد التمام أو التشغيل الذاتي وهي تتسم بالخصائص الآتية:

1- ارتفاع التكاليف الثابتة.

2- انخفاض الكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة.

3- تحقيق التعادل بحجم مبيعات أعلى مما هو عليه في الشركة ب وهو (120) ألف وحدة أي انها تحقق خسارة دون ذلك. كما أن أرباحها تتسم بالتقلب الشديد بين الربح والخسارة وبين الربح العالي والمنخفض وبالتالي مخاطرتها تكون عالية.

2-6: درجة الرافعة العاملة (DOL) Degree of Leverage

درجة الرافعة العاملة عند تغير المبيعات من مستوى الى أخر= $\frac{\frac{\Delta EBiT}{EBiT}}{\frac{\Delta\emptyset}{\emptyset}}$

ويمكن حساب درجة الرافعة العاملة (DOL) بمستوى معين من المبيعات من خلال المعادلة الاتية:

$$\text{DOL} = \frac{\varphi(P-VC)}{\varphi(P-TV)-FC}$$

حيث أن:

φ = الكمية، P= السعر، VC= التكاليف المتغيرة، FC= التكاليف الثابتة.

فاذا اردنا حساب DOL في الشركة ب عند حجم إنتاج 200000 وحدة لكانت DOL(2) ويمكن استخراجها كما يلي:

$$DOL = \frac{(1.2-2.00)200000}{80000-(1.2-2.00)200000} = 2.000$$

ومن الجدير بالذكر ان DOL لكل منشأة تعتمد على حجم الإنتاج في المستوى الأساس الذي ينطلق منه الحساب فلو احتسبت بمستوى مبيعات 120000 وحدة لكان 6 في المنشأة ب ولو احتسبت DOL من المستوى الأساس 120000 وحدة الى 160000 وحدة أي بزيادة بمقدارها 33.3% {(100×120/160)=33.3 مليون} لكانت الزيادة في EBiT= 33.3 × 6 =200%

اما بالنسبة للمنشأة أ.فان DoL بمستوى 100000 وحدة هي 1.67 مقارنة ب. 2.500 بالمنشأة جـ علية فان زيادة عدد الوحدات المباعة بنسبة 10% تؤدي الى زيادة EBIT للمنشآت الثلاث على النحو الاتي :

5) المنشأة أ= 1.67×10%=16.7%

6) المنشأة ب= 2.000 × 10% = 20%

7) المنشأة ج= 2.500 × 10% =25%

وهكذا فان أرباح المنشأة جـ ذات الرافعة العاملة الأعلى والموجودات الثابتة الأكبر هي أكثر تقلبا من المنشأتين أ،ب. وكقاعدة عامة كلما ازدادت درجة الرافعة العاملة كلما ازدادت تقلبات الأرباح قبل الفوائد والضرائب EBIT (زيادة أو نقصان) استجابة للزيادة في عدد الوحدات المباعة وبالتالي ازدادت مخاطرة المنشأة.

مثال:

كانت المبيعات من الشركة (س) مبلغ (400,000) دينار التكاليف المتغيرة لتلك المبيعات بلغت (150,000) دينار, وكانت التكاليف الثابتة (50,000) دينار, والفوائد المدينة بمبلغ (10,000) دينار.

المطلوب:

أيجاد تفسير وتحليل كل من:

1- درجة الرفع التشغيلي.

2- درجة الرفع المالي.

3- درجة الرفع المشترك.

الحل:

1. درجة الرفع التشغيلي = $\frac{\text{المساهمة الحدية}}{\text{صافي الربح قبل الفؤائد والضرائب}}$

$$DOL = \frac{150,000-400,000}{(50,000+150,000)-400,000} = \frac{250,000}{200,000} = 1.25 \text{ مرة}$$

وهذا يعني أن كل تغير في عدد الوحدات المباعة بمقدار وحدة واحدة سيؤدي الى تغير نسبي موجب في صافي الأرباح بمقدار 1,25 مرة.

2. درجة الرفع المالي = $\frac{\text{صافي الربح قبل الفؤائد والضرائب}}{\text{صافي الربح بعد الفؤائد وقبل الضرائب}}$

$$DFL = \frac{(50,000+150,000)-400,000}{(10,000+50,000+150,000)-400,000} = \frac{200,000}{200,000} = 1.05 \text{ مرة}$$

وبما أن درجة الرفع المالي هي موجبة واكبر من الواحد الصحيح فهذا يعني ان قرار المنشأة في الاستثمار بالأموال المقترضة قد كان قرارا سليما ومجديا فقد تمكنت هذه المنشأة من تحقيق ربح يغطي الفؤائد المدينة ويحقق ربحا صافيا.

3. درجة الرفع المشترك = درجة الرفع التشغيلي × درجة الرفع المالي

$$DOL = 1,25 \times 1,05 = 1,31 \text{ مرة}$$

أن المنشاة استطاعت تحقيق درجة رفع تشغيلي موجبة وكذلك درجة رفع مالي موجبة، فان درجة الرفع المشترك ستتأثر بكلا الدرجتين وهو ما أدى كذلك إلى تحقيق درجة رفع مشترك موجبة.

أسئلة الفصل السادس

1- وضح أنواع المنشآت التي تستخدم الرافعة العاملة (التشغيلية), مع ذكر خصائص كلا منها.

2- وضح درجة الرافعة العاملة وكيف يتم احتسابها؟

3- ما هو مفهوم الرافعة (العاملة) التشغيلية؟

4- عرف الرافعة وما هي استخداماتها في المنشآت؟

5- أذكر أنواع الرافعات المستخدمة في المنشآت؟

الفصل السابع

إدارة رأس المال العامل

Management of Working Capital

الفصل السابع

إدارة رأس المال العامل

Management of Working Capital

لقد تطرقنا إلى موضوع رأس المـال العامـل في دراسـتنا للتحليـل المـالي. وقـد اقـتصرت معرفـة هـذا الجانب على كيفية احتسابه وليس الدخول في تفاصيل إدارته. حيث أن هنالك مفاهيم متعددة لرأس المـال العامل فقد يقصد به صافي رأس المال العامل. وأجمالي رأس المال العامل، فإجمالي رأس المال العامـل total working capital يتكون مـن مجمـوع عنـاصر الموجـودات المتداولـة. أمـا صـافي رأس المـال العامـل Net working capital فأنه يمثل الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة كما أنه يمثل ذلك الجـزء من الموجودات المتداولة الذي يتم تمويله بالتمويل طويل الأجل. وعلى هذا الأساس فأن الحكمة من دراسة رأس المال العامل ليس حسـابه فقـط وإنمـا كيفيـة إدارتـه. بمعنـى أخـر هـو خلـق حالـة مـن التـوازن بـين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة لكي يعكس رأس المال العامل في مسـتوى معـين الحالـة الإيجابيـة للوضع المالي للمنشأة وذلك لأن رأس المال العامل هو المرآة التي تعكس صورة الوضع المالي للمنشأة وذلـك لأن رأس المال العامل قد يكون جيدا أو رديئا.

وتهدف إدارة رأس المال العامل إلى:

1) إيجاد توازن مناسب بين السيولة Liquidity والربحية Profitability والمخاطرة Risk.

2) حل المشاكل الناجمة عن التوازن بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة والعلاقات المتبادلـة بينهما. حيث أن العلاقات المتبادلة بين الموجودات والمطلوبات المتداولة تعتبر من جوهر نظريـة رأس المال العامل وإدارته ومن أهم عناصر هذه النظرية هي الاتي:

1) العلاقة المتبادلة بين الربحية من جهة والسيولة والمخاطرة من جهة أخرى.
2) عمليات خليط التمويل اللازمة لرأس المال العامل.

7-1: العلاقة التبادلية بين الربحية والسيولة: Interrelationship Between profitability and Liquidity

يقصد بالربحية ذلك المستوى المعين من الأرباح بعد خصم جميع النفقات. ويقصد بالسيولة الاحتفاظ بقدر كاف من رأس المال العامل لغرض السيولة أما المخاطرة فهي العسر المالي الذي تواجهه المنشآت أثناء تأدية التزاماتها المستحقة.

فإذا زاد صافي رأس المال العامل فأن المخاطر تكون منخفضة وإذا قل صافي رأس المال العامل فأن المخاطر تزداد. أي أن العلاقة بين صافي رأس المال العامل والسيولة والمخاطرة تتخلص في أن زيادة رأس المال العامل أو زيادة السيولة يؤدي الى نقص في مستوى المخاطر. وعليه فأن مقدار صافي راس المال العامل ذو تأثير مباشر على مستوى الربحية والمخاطرة في المنشأة.

ولأجل تقييم العلاقة التبادلية المرتبطة، بمستوى صافي راس المال العامل فلا بد من وضع بعض الافتراضات الواقعية مثل:

8) التحليل يدور حول إحدى المنشآت الصناعية.
9) ربحية الموجودات الثابتة أكثر من ربحية الموجودات المتداولة.
10) كلفة التمويل قصير الأجل من كلفة التمويل طويل الأجل.

أولا: أثر مستوى الموجودات المتداولة على العلاقة التبادلية بين الربحية والمخاطرة:

Effect of current Asset level on interrelationship between profitability and risk

يمكن بيان هذا الأثر من خلال نسبة الموجودات المتداولة إلى مجموع الموجودات حيث تظهر الأهمية النسبية للموجودات المتداولة زيادة أو نقصان.

1- أثر زيادة النسبة Effect of Increase in Percentage

إذا زادت نسبة الموجودات المتداولة إلى مجموع الموجودات ينتج عن ذلك نقص في الربحية حيث يفترض أن ربحية الموجودات المتداولة أقل من ربحية الموجودات الثابتة وانخفاض في مستوى المخاطر بسبب الزيادة في صافي رأس المال العامل.

مثال:

فيما يلي الميزانية العمومية لأحدى المنشآت التي أظهرت الحسابات الآتية: (المبالغ بالألاف)

الموجودات	المطلوبات وحق الملكية
5400 الموجودات المتداولة	3200 المطلوبات المتداولة
8600 الموجودات الثابتة	4800 قروض طويلة الأجل
	6000 رأس المال
14000 المجموع	14000 المجموع

وعلى افتراض أن تلك المنشأة تحقق ربحا مقداره 2% على الموجودات المتداولة و12% على الموجودات الثابتة فإذا قامت المنشأة بزيادة الموجودات المتداولة وذلك عن طريق استثمار مبلغ صافي مقداره (600) ألف دينار وبالتالي تنقص الموجودات الثابتة (600) ألف دينار.

المطلوب: حساب ما يأتي:

1- نسبة الموجودات المتداولة إلى مجموع الموجودات.

2- صافي رأس المال العامل.

3- أرباح المنشأة على أساس:

أ- الميزانية العمومية الحالية.

ب- بعد حساب التغير في مستوى الموجودات المتداولة.

الحل:

التسلسل	البيان	قبل التغير	بعد التغير
1-	نسبة الموجودات المتداولة إلى مجموع الموجودات	%38.6	%42.9
	صافي رأس المال العامل	2200	2800
	الربحية 2% الموجودات المتداولة 12+% الموجودات الثابتة	1400	1080

أ: حساب ما هو مطلوب قبل التغيير:

1- نسبة الموجودات المتداولة إلى مجموع الموجودات

$$\frac{5400}{14000}\times 100 = 38.6\%$$

2- صافي رأس المال العامل = الموجودات المتداولة – المطلوبات المتداولة = 5400-3200= 2200 دينار

3- الأرباح = $5400 \times \frac{2}{100} = 108$ دينار

$8600\times\frac{12}{100} = 1032$ دينار

$108+1032 = 1140$ دينار مجموع الأرباح

ب: حساب ما هو مطلوب بعد التغيير :

1- نسبة الموجودات المتداولة إلى مجموع الموجودات = $\frac{6000}{14000}\times 100 = 42.9\%$

2- صافي رأس المال العامل = 6000- 3200 = 2800 دينار

3- الأرباح = 6000 × 2% = 120 دينار

= 8000 × 12% = 960

120+960 = 1080 دينار مجموع الأرباح

والجدول السابق يبين التغيرات التي طرأت في الموجودات المتداولة ورأس المال العامل والأرباح.

2- أثر النقصان في النسبة Effect of Decrease in Percentage

إذا نقصت نسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الكلية فمن المتوقع أن تزيد الأرباح وكذلك المخاطر. أما الزيادة المتوقعة في الأرباح فأنها تنتج عن الزيادة في الموجودات الثابتة والتي عادة ما تكون ربحيتها أعلى من الموجودات المتداولة. أما الزيادة في المخاطرة فيكون سببها هو انخفاض صافي رأس المال العامل والذي يسبب نقصا في سيولة المنشأة.

مثال: نفترض في المثال السابق أن المنشأة قامت بزيادة الموجودات الثابتة. بمقدار (600) ألف دينار أي قامت بتخفيض الموجودات المتداولة بذلك المقدار فأن النتائج تكون كما يلي:

1- نسبة الموجودات المتداولة إلى مجموع الموجودات = $\frac{4800}{14000}\times100=$ 34.4٪

2- صافي رأس المال العامل = 4800- 3200 = 1600 دينار

3- الأرباح = 4800×2% = 96 دينار

=9200 × 12% = 1104 دينار

96+1104= 1200 دينار مجموع الأرباح

ولهذا فأن نقص الموجودات المتداولة يؤدي الى نقص رأس المال العامل وزيادة الربحية والمخاطرة.

والجدول التالي يبين أثر النقصان أو الزيادة في الموجودات المتداولة.

البيان	القيمة قبل التغير	القيمة بعد التغير بالزيادة	القيمة بعد النقصان
1- نسبة الموجودات المتداولة الموجودات	%38.6	%42.9	%34.3
2- مجموع الأرباح	1140	1080	1200
3- صافي رأس المال العامل	2200	2800	1600

ثانيا: أثر التغير في المطلوبات المتداولة على عملية المبادلة بين الربحية والمخاطرة:

Effect of Change in Current Liabilities on the Trade-off between Profitability and Risk

يمكن استخدام نسبة المطلوبات المتداولة إلى مجموع الموجودات. فإذا زادت النسبة، فإن ذلك سيؤدي الأرباح والمخاطرة وذلك بسببين:

1- استخدام مصدر تمويل أقل كلفة من التمويل طويل الأجل.

2- انخفاض صافي رأس المال العامل بسبب الزيادة في المطلوبات المتداولة وانخفاض النسبة يؤدي إلى الحالة المعاكسة وهي انخفاض الأرباح ومستوى المخاطرة.

2-7: تحديد خليط التمويل Determining Funding Mix

العنصر الثاني من عناصر نظرية رأس المال العامل هو تحديد خليط التمويل. أما العنصر الأول فقد كان العلاقة المتبادلة بين الربحية والمخاطرة ويعني اصطلاح خليط التمويل كيفية تمويل الموجودات المتداولة وخيارات التمويل هي:

1- التمويل عن طريق زيادة المطلوبات المتداولة أو الديون قصيرة الأجل.

2- التمويل طويل الأجل.

ولكن السؤال هنا ما هي نسبة الموجودات المتداولة التي يجب تمويلها عن طريق المطلوبات المتداولة وكم منها يمول عن طريق مصادر التمويل طويل الأجل وهنا لابد للمنشأة من اتخاذ القرارات المناسبة لتحديد الخليط المناسب للتمويل وهنالك عدة أسس لاختيار مصادر التمويل منها:

1- موازنة الموجودات المتداولة بالمطلوبات المتداولة.

2- الاعتماد على مصادر التمويل طويل الأجل.

3- المبادلة بين عناصر التمويل السابقة.

3-7: سياسات الاستثمار برأس المال العامل Investment Polices in Working Capital

يمكن تبويب سياسات رأس المال العامل في ثلاث مجموعات: المتحفظة أو المحافظة conservative والمعتدلة moderate والمغامرة Aggressive.

أولا: أنواع سياسات رأس المال العامل:

1- السياسة المتحفظة: conservative policy وتعني قيام الإدارة المالية بالاستثمار بمبالغ كبيرة نسبيا في النقدية والاستثمارات القابلة للتسويق والذمم المدينة (التساهل في البيع الأجل للزبائن) والمخزون، لمواجهة الزيادة في المبيعات.

2- السياسة المعتدلة: moderate policy وهي الاستثمار المعتدل في فقرات الموجودات المتداولة، استجابة لنمو حجم المبيعات.

3- السياسة المغامرة: Aggressive policy وتعتمد على تدنية حجم الاستثمار في مكونات الموجودات المتداولة، استجابة لنمو حجم المبيعات.

ثانيا: حالة التأكيد واللاتأكيد في السياسة البديلة Certainty and Uncertainty in Alternative Policy

1- حالة التأكيد certainty: لو استطاعت إدارة المنشأة التنبؤ التام بالمستقبل، فأنها تستثمر المبلغ المطلوب فقط في كل من النقدية والذمم المدينة والمخزون، بدون توظيف أية أموال في الاستثمارات القابلة للتسويق. إذ لا حاجة لها لمواجهة الزيادة أو الانخفاض في رصيد النقدية ما زال التنبؤ بالأخيرة كاملا ودقيقا كما أن الاحتفاظ بالمخزون هو بقدر ما تحتاجه عمليات الإنتاج (مواد أولية) والبيع (بضاعة تامة الصنع) تحديدا. في حين يحتفظ بذلك المستوى الأفضل من الذمم المدينة، في أطار الموازنة بين كلف ومزايا البيع الأجل.

2- حالة المخاطرة واللاتأكد Risk and Uncertainty: عندما تسود حالة المخاطرة واللاتأكد فأن المنشأة لا تحتاج إلى الحد الأدنى من النقدية والمخزون فقط، على أساس المدفوعات والمقبوضات المتوقعة والمبيعات، بل أنها تحتاج إلى مخزون أمان من

كل منها وذلك كهامش حماية لمواجهة احتمالات تغير المقادير المتوقعة للمكونات المذكورة، كما أن الذمم المدينة تستند إلى شروط البيع الأجل، فإذا كانت سياسة رأس المال العامل مغامرة فأن المنشأة سوف تحتفظ بالحد الأدنى من الذمم المدينة، مستخدمة الشروط المتشددة في البيع، في حين أنها تحتاج استثمارات أكبر من تلك الذمم إذا كانت سياسات رأس المال محتفظة وكلما ازدادت حالة المخاطرة واللاتأكد كلما اضطرت المنشأة الى الاحتفاظ بمبالغ أعلى للأمان.

وتختلف حالة المخاطرة عن اللاتأكد في أن المنشأة تستطيع في الحالة الأولى تقدير التوزيع الاحتمالي لمبالغ مكونات الموجودات المتداولة، في حين يصعب تقدير التوزيع الاحتمالي في حالة اللاتأكد. وبشكل عام فأن السياسة المتحفظة لرأس المال العامل تؤدي إلى تقليل المخاطرة التي تتحملها المنشأة، وكذلك المردود من الاستثمار في الموجودات، أما المغامرة فتعني العكس. أي ارتفاع كل من المخاطرة والمردود. وتقف السياسة المعتدلة التي تمثل المستويات المثلى نظريا بين هذين النمطين من الاستثمار في الموجودات المتداولة.

3- مقارنة بين السياسات المتحفظة والمعتدلة والمغامرة من حيث الاستثمار في الموجودات المتداولة: يشير الجدول الاتي الى مقارنة بين السياسات الثلاث لرأس المال العامل المتحفظة والمعتدلة، والمغامرة، من حيث مقادير الاستثمار في الموجودات المتداولة لإظهار أثر ذلك في المردود من مجموع الموجودات، بالأرباح قبل الفوائد والضرائب.

أثر هيكل الموجودات (متداولة وثابتة) على المردود من حق الملكية (بالالاف)

البيان	السياسة المتحفظة	السياسة المعتدلة	السياسة المغامرة
المبيعات بالوحدات	100	100	100
المبيعات بالمبالغ (20 دينار للوحدة)	2000	2000	2000
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	600	600	60
الموجودات المتداولة	1220	1000	760
الموجودات الثابتة (صافي)	1000	1000	1000

البيان	السياسة المتحفظة	السياسة المعتدلة	السياسة المغامرة
مجموع الموجودات	2220	2000	1760
المردود من الموجودات على أساس الأرباح قبل الفوائد والضرائب (%)	مخاطرة متحفظة 27%	مخاطرة معتدلة 30%	مخاطرة عالية 34%

ولغرض التركيز على متابعة أثر حجم الاستثمار في الموجودات المتداولة على المردود من الموجودات، فقد تم تسكين متغيرات عدد الوحدات المباعة وسعر بيع الوحدة الواحدة والأرباح قبل الفوائد والضرائب والموجودات الثابتة. وهكذا فأن العوامل المتغيرة في الجدول هي: الموجودات المتداولة، ومجموع الموجودات، والمردود من مجموع الموجودات ويظهر أن انخفاض الاستثمار في الموجودات المتداولة، ومن ثم مجموع الموجودات، ويؤدي الى انخفاض المقام في نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب/ مجموع الموجودات ويقود ذلك إلى ارتفاع نسبة المردود منها.

وهكذا فأن المردود من الموجودات يكون مرتفعا في حالة أتباع السياسة المغامرة وينخفض إلى أدنى مستوى في حالة السياسة المتحفظة ويقع وسطاً بين الاثنين في حالة السياسة المعتدلة. وبالمقابل فان المخاطرة ترتفع في حالة السياسة المغامرة وتنخفض في حالة السياسة المحافظة وتقع وسطا بين الاثنين في حالة السياسة المعتدلة. والمخاطرة تتمثل بعدم قدرة المنشأة على تسديد الديون المستحقة عليها في مواعيدها وفقدان بعض المبيعات بسبب انخفاض المخزون أو بسبب اتباع سياسة متشددة للبيع الاجل وهكذا فأن هنالك مبادلة بين المخاطرة والمردود.

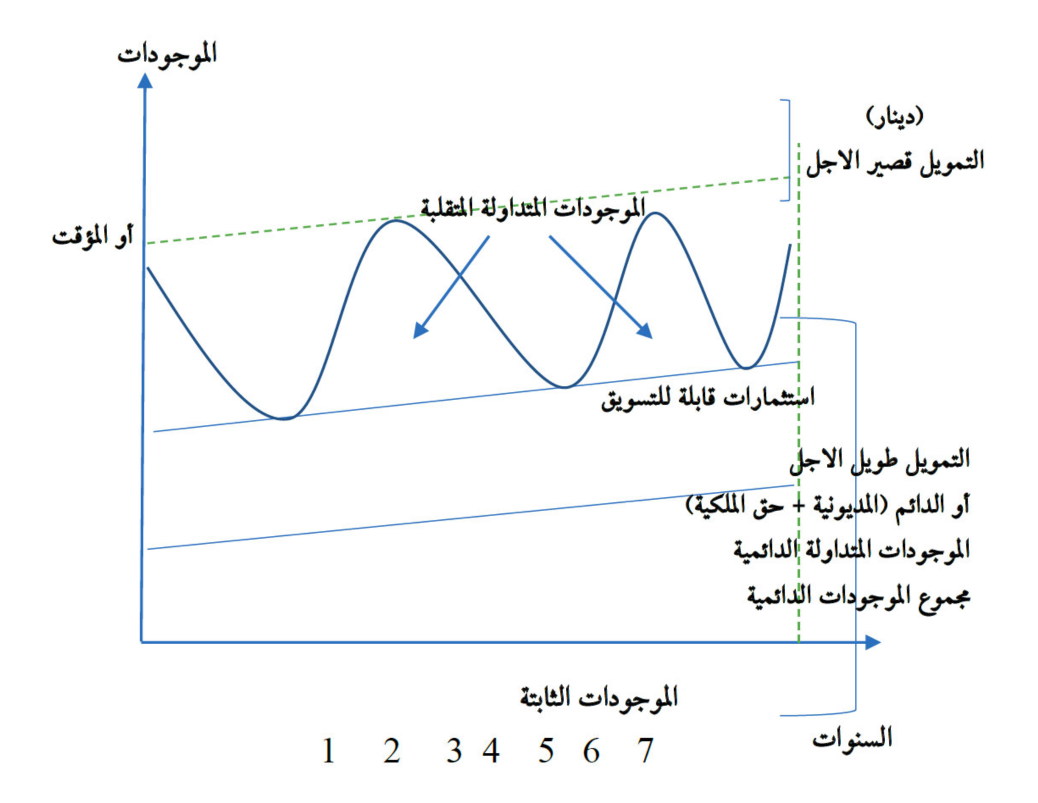
7-7 سياسات تمويل رأس المال العامل Policies of Funding Working Capital

هنالك ثلاث سياسات تستخدم في تمويل رأس المال العامل هي السياسة المتحفظة، والسياسة المعتدلة، والسياسة المغامرة. يمكن توضيح هذه السياسات عن طريق المثال الوارد في الجدول أدناه والأشكال البيانية أ، ب.ج أثر هيكل المديونية (قصيرة وطويلة الأجل) على المردود من حق الملكية.

مبيعات (ألف دينار)	السياسة المتحفظة	السياسة المعتدلة	السياسة المغامرة
الموجودات المتداولة	1000	1000	1000
الموجودات الثابتة	1000	1000	1000
مجموع الموجودات	2000	2000	2000
المديونية (المطلوبات) قصيرة الأجل (8%)	-	500	1000
المديونية (المطلوبات) طويلة الاجل (12%)	1000	500	-
مجموع المديونية	1000	1000	1000
حق الملكية	1000	1000	1000
مجموع المطلوبات وحق الملكية	2000	2000	2000
الأرباح قبل الفوائد والضرائب EBIT	600	600	600
الفوائد	120	100	80
الأرباح قبل الضرائب	480	500	520
الضرائب 50%	240	250	260
الدخل الصافي	240	250	260
نسبة المردود من حق الملكية	%24	%25	%26
نسبة التداول	α(نظرية)	2	1

أ- السياسة المتحفظة: يشير العمود الأول من الجدول السابق إلى كيفية تمويل جزء من الموجودات المتداولة بالمصادر طويلة الأجل، فقد اختفت هنا المطلوبات المتداولة، وبلغت نسبة التداول حد اللانهاية وهذه مسألة نظرية فقط. وبسبب الفارق في أجل المديونية في هذا النمط من تمويل فأن المردود عن حق الملكية يبلغ 24% والشكل (أ) يعكس مثل هذه الحالة.

(الشكل أ) (السياسة المتحفظة لرأس المال العامل)



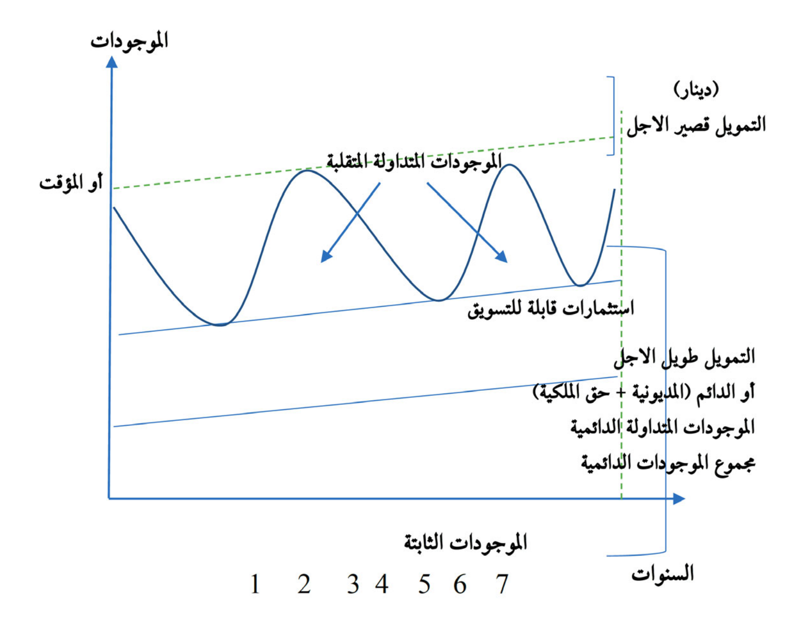
يلاحظ أن الموجودات الثابتة والموجودات المتداولة الدائمة تنمو عبر الزمن، وقد تـم تمويلها بشـكل كامل من المصادر طويلة الأجل (المديونية طويلة الأجل وحـق الملكيـة). أما الموجـودات المتداولـة المتقلبـة فقد تم تمويل جزء منها من المصادر طويلة الأجـل، في حـين تـم تمويـل الجـزء المتبقـي مـن مصـادر قصـيرة الاجل. ونظرا الى أن هذا النوع من الموجودات يتقلب زيادة ونقصا، فأن تمويل جـزء مـن المديونيـة طويلـة الأجل، يعني أن هنالك فائضا منها يتولد في بعض الأوقات، بما يزيد عـن حاجـة المنشـأة، مـما يـدفع الإدارة الماليـة إلى توظيفهـا مؤقتـا في الاسـتثمارات القابلـة للتسـويق. وعنـدما ترتفـع الحاجـة للأمـوال بسـبب

التوسع الموسمي في الموجودات المتداولة المؤقتة فأن الإدارة المالية تبيع الاستثمارات القابلة للتسويق وتحصل على التمويل المضاف المطلوب من المصادر قصيرة الأجل.

ب- السياسة المعتدلة: يشير العمود الثاني من الجدول إلى كيفية تمويل الموجودات بنمط أخر. فقد استخدم التمويل قصير الأجل بشكل متساو في تمويل الموجودات المتداولة. أما الموجودات الثابتة فقد كان تمويلها من خلال حق الملكية، وبسبب إدخال عنصر التمويل قصير الاجل الأقل كلفة في هيكل التمويل فان المردود من حق الملكية قد ارتفع الى 25% وبلغت نسبة التداول 2.

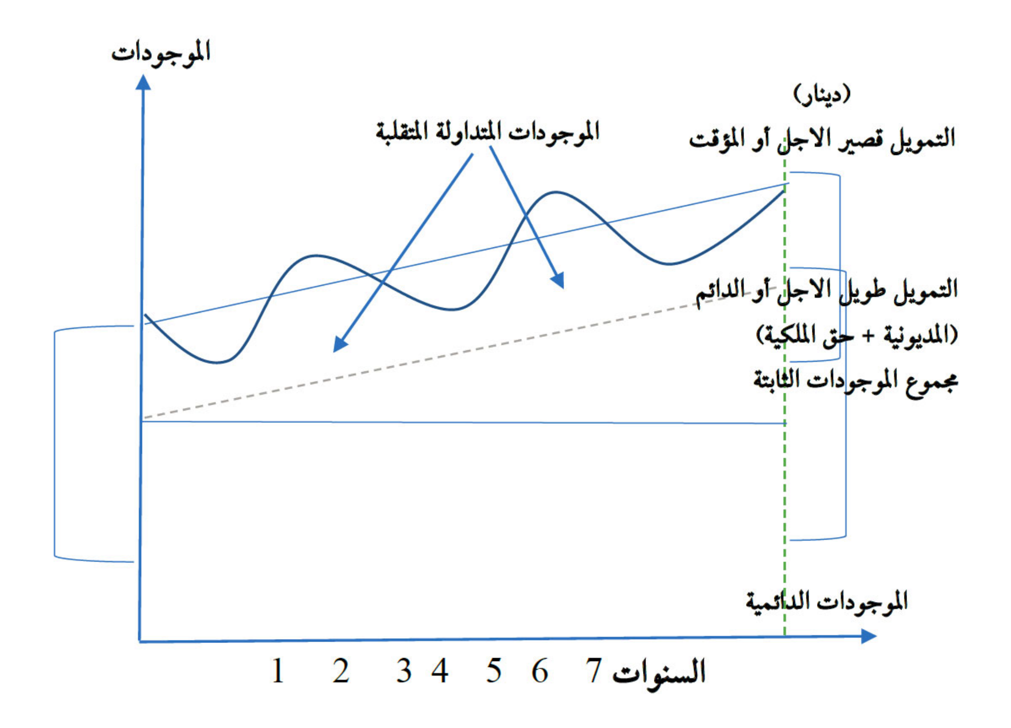
وتنعكس هذه الحالة بوضوح في الشكل (ب)، حيث أن الموجودات الثابتة والموجودات المتداولة قد تم تمويلها بشكل كامل من خلال المصادر طويلة الأجل في حين استخدمت المطلوبات قصيرة الأجل في تمويل الموجودات المتداولة المتقلبة فقط. وبعبارة أخرى فأن الارتفاع في الموجودات المتداولة المتقلبة يمول بزيادة المطلوبات المتداولة المتقلبة.

(الشكل أ) (السياسة المعتدلة لرأس المال العامل)

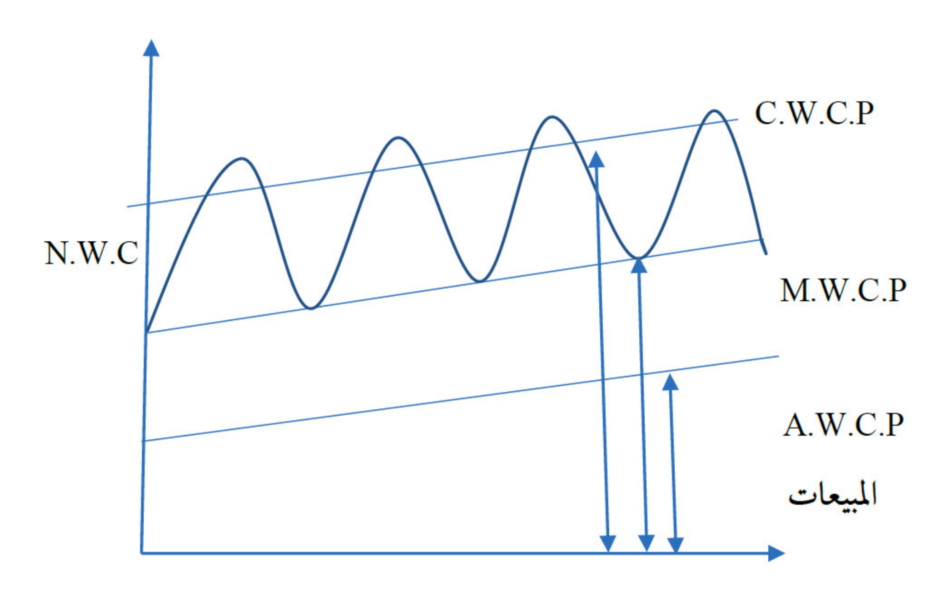


ت- السياسة المغامرة: يشير العمود الأخير من الجدول السابق إلى معامل السياسة المغامرة فقد استخدمت المطلوبات المتداولة في تمويل كل الموجودات المتداولة المتقلبة، وجزء من الموجودات المتداولة الدائمة، أما الجزء المتبقي من الموجودات المتداولة وكل الموجودات الثابتة فقد تمول بمصادر طويلة الأجل (المديونية طويلة الأجل وحق الملكية) وقد ارتفع المردود من حق الملكية إلى 26% مقابل انخفاض نسبة التداول إلى 1 وهذا ما يعكسه الشكل (جـ) الاتي:


(الشكل جـ) (السياسة المغامرة لرأس المال العامل)



ويخلص الشكل الاتي الحالات الثلاث لسياسات رأس المال العامل، من خلال توضيح العلاقة بين المبيعات على المحور الافقي وصافي رأس المال العامل على المحور العمودي أي بعد طرح المطلوبات المتداولة من الموجودات المتداولة.



وتجدر الإشارة إلى أن التمويل قصير الأجل يتمتع بمزايا وسلبيات عديدة أهمها:

1- السرعة Speed وهي سرعة الحصول على الأموال قصيرة الأجل لسد الاحتياجات المالية العاجلة.

2- المرونة Flexibility يتلاءم التمويل مع الحاجة للتمويل بصورة موسمية أو مؤقتة.

3- الكلفة cost: قد تكون الأموال قصيرة الأجل اقل كلفة من التمويل طويل الأجل لارتفاع أسعار الفائدة.

4- المخاطرة Risk: توفر الأموال قصيرة الأجل قد يعرض المنشأة إلى مخاطر التسديد المبكر لالتزاماتها، وهذا يشكل عيبا من عيوب التمويل قصير الأجل.

أسئلة وتمارين الفصل السابع

1- ماهي أهداف إدارة رأس المال العامل؟

2- صرف العلاقة المتبادلة بين الربحية والسيولة, وما هو مفهوم كلأ منهما؟

3- حدد عناصر نظرية رأس المال العامل؟

4- ماهي, أنواع سياسات رأس المال العامل؟

5- ماهي السياسات المستخدمة في تمويل رأس المال العامل؟

6- أذكر مزايا وسلبيات التمويل قصير الأجل؟

تمرين (1): أدناه الميزانية في 2019/12/31 والبيانات الإضافية لكل شركة من الشركتين (البالغ بالملايين)

البيان	شركة أ	شركة ب
الموجودات المتداولة	100	100
الموجودات المتداولة (صافية)	100	100
مجموع الموجودات	200	200
المطلوبات المتداولة	20	80
المديونية طويلة الأجل	80	20
مجموع المطلوبات	100	100
الأسهم العادية	50	50
الأرباح المحتجزة	50	50
مجموع المطلوبات وحق الملكية	200	200

وكانت الأرباح قبل الفوائد والضرائب 30-30. ونسبة ضريبة الدخل 40% - 40%. وسعر الفائدة على المطلوبات المتداولة 10% - 10%. وسعر الفائدة على المديونية طويلة الاجل 13 – 13% للشركتين على التوالي.

المطلوب: حساب المردود من حق الملكية في كل من الشركتين، ثم وضح أيهما أكثر مخاطرة.

تمرين (2): تزمع الشركة الوطنية للطباعة والنشر وضع سياسة واضحة لرأس المال العامل. وقد استطاعت بلورة ثلاث سياسات بديلة، تبلغ فيها الموجودات المتداولة وكنسبة مئوية من المبيعات 40%، 50%، 60% على التوالي وتبلغ الموجودات الثابتة في كل السياسات الثلاث 600 ألف دينار. وتخطط الشركة للمحافظة على نسبة مديونية (أي المطلوبات / الموجودات) تساوي 50% في الحالات الثلاث أيضا. أما سعر الفائدة فهو 10% على كل أنواع المديونية. ويتوقع أن تكون المبيعات (3) ملايين دينار، ونسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب 15 % من المبيعات، ونسبة الضريبة 40%.

المطلوب: أحسب المردود من حق الملكية في كل سياسة.

الفصل الثامن

الإدارة النقدية

Cash Management

الفصل الثامن

الإدارة النقدية Cash Management

تعد الإدارة النقدية من الإدارات المهمة جدا ضمن إطار الوظيفة المالية، ذلك لأن النقدية كما يصفها كتاب الإدارة المالية بأنها المحرك الأساسي لنشاطات المنشأة فبدونها لا يمكن أن تنمو نشاطات المنشأة وبدونها لا يمكن أن تتطور المنشآت نحو الأفضل، ولذلك لابد من وجود إدارة للنقدية كفؤة تضع في اعتباراتها تحقيق أهداف رئيسية، ومن بين الأهداف التي يجب على الإدارة النقدية أن تضطلع بها هي:

أولا: تسديد الالتزامات المستحقة في مواعيدها المحددة

Repayment of Payable cash Obligations on Time Cash flows

من المعروف أن نشاطات أية منشأة من المنشآت تقوم على أساس تدفقات نقدية خارجية Outflows من المنشأة وتدفقات داخلة Inflows إليها وتدفقات حقيقية داخلة إليها وخارجة منها. ومقابل أي تدفق حقيقي لابد أن يكون هنالك تدفق نقدي ونتيجة لهذه المعاملات لابد أن تجري تسويات خلال الفترة المالية ولابد أن يتمخض عنها التزامات للمنشأة تجاه الغير. وهنا ما هو دور الإدارة النقدية في التعامل مع هذه الالتزامات؟ فعلى إدارة النقدية أن تضع في اعتبارها أن هنالك التزامات على المنشأة يجب أن تؤديها في مواعيدها المحددة وتهتم اهتماما كبيرا في هذا الأمر لأن ذلك يبعد احتمالات وقوع المنشأة في حالة العسر المالي الذي ينجم عنه عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات. وتوفير النقدية اللازمة يزيد من ثقة البنوك والمجهزين بالمنشأة. وأخيرا يسهل الحصول على الخصم التجاري إذا دفعت المنشأة التزاماتها للغير خلال المدة المنصوص عليها في شروط البيع.

ثانيا: تقليل الأرصدة النقدية المعطلة: Reducing idle Cash Balance

أن تحتفظ المنشأة بأرصدة نقدية كبيرة يزيد من ارتفاع التكاليف ويحمل المنشأة

تكلفة إضافية قد لا تكون مبررة وذلك لأن الاحتفاظ بمبالغ دون استثمارها في مجالات أخرى بحيث تحقق عوائد إلى المنشأة فيما لو استثمرت لا داعي له. وعليه لابد للإدارة النقدية أن تعمل على ايجاد مستوى مناسب من النقدية والاحتفاظ به للضرورات القصوى دون أن تتحمل المنشأة تكاليف جراء عدم استثمارها للمبالغ المعطلة والزائدة عن حاجتها. وعلى الرغم من تعارض هذين الهدفين إلا أن الإدارة النقدية يمكن أن تعمل على إيجاد حالة من التوافق والانسجام بينهما.

1-8 الإدارة النقدية Cash Management

ترتبط أساليب إدارة النقدية بمعدل دوران النقدية Cash Turnover ودورة النقدية Cash Cycle في المنشأة. ويقصد بالدورة النقدية المدة التي تنحصر أو تتقضي بين استخدام النقدية لشراء المواد الخام وصنع السلع التامة منها بقصد بيعها إلى العملاء الذين يقومون بدفع اثمانها إلى المنشأة وعندما يتم تحويل تلك السلع إلى نقدية فأن الدورة تكون قد اكتملت ثم تتكرر في حياة المنشأة الاقتصادية. أما دوران النقدية فهي عدد المرات التي يتم فيها استخدام النقدية خلال السنة وتتضمن الدورة النقدية مراحل متعددة تتحول فيها المواد الخام إلى نقدية وهذه المراحل هي:

1- مرحلة شراء المواد الخام من المجهزين.
2- مرحلة استلام تلك المواد ودفع أثمانها.
3- تصنيع تلك المواد وبيعها إلى العملاء.
4- استلام الثمن سواء كان نقدا أو على الحساب.

مثال:

تقوم أحدى المنشآت بدفع ثمن ما تشتريه من المجهزين خلال مدة 30 يوما حسب شروط الشراء وتسمح تلك المنشأة لعملائها بالشراء الأجل ودفع الثمن خلال 60 يوما إلا انه من خلال التجارب السابقة للمنشأة تبين بأنها تسدد ديونها للمجهزين خلال فترة

35 يوما وتقوم بتحصيل ديونها من العملاء بعد 70 يوما علاوة على ذلك تستغرق عملية تحويل المواد الخام إلى منتجات جاهزة للبيع مدة 85 يوما.

المطلوب: ماهي الدورة النقدية في المنشأة وما هو معدل دورانها؟

الحل:

يمكن حساب دورة النقدية بإيجاد عدد الأيام التي تقع بين التدفق النقدي الصادر أو الخارج عندما تقوم المنشأة بتسديد حسابات الذمم الدائنة والتدفقات النقدية الداخلة التي تحصل عليها تلك المنشأة عندما يقوم العملاء بتسديد ثمن مشترياتهم.

الدورة النقدية = (85+70-35) يوما = 120 يوما.

$$\text{دوران النقدية} = \frac{\text{عدد الأيام في السنة}}{\text{الدورة النقدية}} = \frac{360}{120} = 3 \text{ مرات}$$

فإذا ارتفع معدل الدوران فأن حاجة المنشأة للنقدية تنخفض وذلك لأن سرعة دوران النقدية تزيد من سيولة المنشأة وعليه يتوجب على المنشأة أن تزيد من سرعة الدوران للاستفادة من هذه الميزة إلا أنه من المستحسن الاحتفاظ بحد أدنى من الأرصدة النقدية لمواجهة المتطلبات التشغيلية والالتزامات في مواعيدها المستحقة ويحسب الحد الأدنى من الأرصدة النقدية وفق المعادلة التالية:

$$\text{الحد الأدنى من الأرصدة النقدية} = \frac{\text{المصروفات النقدية السنوية}}{\text{معدل دوران النقدية}}$$

وفي مثالنا السابق إذا كانت المصروفات السنوية النقدية 240 ألف دينار فأن الحد الأدنى من الأرصدة النقدية يصبح كما يلي:

$$\frac{240000}{3} = 80000 \text{ دينار}$$

ولكن الاحتفاظ بحد أدنى من الأرصدة النقدية عادة ما يكلف المنشأة تكاليف معينة تعادل تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost التي ضاعت نتيجة احتفاظ المنشأة بتلك الأرصدة بدلا من استثمارها على المدى القصير. ففي مثالنا السابق لو فرضنا أن المنشأة

تستطيع استثمار تلك الأرصدة وتحقق عائد مقداره (5%) فأن كلفة الاحتفاظ بالحد الأدنى من الأرصدة النقدية تكون كما يلي:

كلفة الاحتفاظ بالأرصدة النقدية= 80000 × 5% = 4000 دينار.

ومن هنا يتضح أن أساليب الإدارة النقدية الناجحة ترمي إلى تقليل الحد الأدنى من الأرصدة النقدية المطلوبة. ومن هذه الأساليب ما يأتي:

1- تمديد فترة تسديد حسابات الذمم الدائنة، ويتم ذلك عن طريق تأخير دفع التزامات المنشأة للغير دون الإساءة إلى سمعتها المالية.

2- إدارة المخزون والإنتاج بشكل فعال فعندما تكون إدارة المخزون السلعي والإنتاج جيدة وفعالة فأنه بالتأكيد شوف يؤدي إلى تقليل الحد الأدنى من الأرصدة النقدية المطلوبة اللأغراض التشغيلية وبالتالي تقليل تكاليف الإنتاج ويمكن تحقيق ذلك عن طريق زيادة معدل دوران المخزون السلعي.

3- الإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة حيث تستطيع المنشأة اتباع وسائل متعددة لغرض الإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة ومنها اتباع وسيلة الترغيب أو التشجيع على دفع التزامات الزبائن أو مستحقاتهم شرط أن لا يتعارض ذلك مع سياسة المنشأة البيعية أو لا يؤثر على حجم المبيعات في المستقبل.

4- إدارة النقدية بشكل فعال حيث تستطيع المنشأة الجمع بين الأساليب السابقة لتحقيق كفاءة عالية في الإدارة النقدية. لكن في الأحوال العادية تركز الإدارة النقدية على عنصرين أساسين بهدف إيجاد أساليب ترمي الإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة والإبطاء في عملية دفع النقدية هما:

أولا: الإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة: هنالك أسلوبان يمكن أتباعهما:

1- تشجيع عملاء المنشأة على الدفع بأسرع وقت ممكن.

2- تحويل الشيكات المستلمة من العملاء إلى نقدية بأسرع وقت ممكن.

ثانيا: تعطيل أو إبطاء صرف النقدية: وهنالك عدة طرائق عنها:

1- تجنب الدفع المبكر للنقدية أي على المنشأة أن تنتظر إلى أخر فرصة ممكنة للدفع.

2- مركزية الصرف. من المفضل للمنشأة أن تنيط عملية صرف النقدية بالجهات المركزية أي إذا كانت هنالك منشأة صغيرة تابعة إلى منشأة كبيرة فبإمكان المنشأة الصغيرة أن تجعل عملية الصرف تتم من قبل المنشأة الكبيرة.

3- الدفع عن طريق الشيكات وهو ما يوفر الفترة العائمة للشيك.

4- المستحقات وتتمثل بالرواتب و الأجور والخدمات المقدمة وهذه المفردات يجب أن تدفع بأوقات تتلاءم مع ما يتوفر لدى المنشأة من نقدية.

مثال:

توفرت لديك المعلومات الآتية عن إحدى المنشآت:

تقوم المنشأة بتحصيل الحسابات المدينة في مدة متوسطها (100) يوم ومدة بقاء المخزون لديها (80) يوما وتقوم بدفع حسابات الذمم الدائنة بعد (60) يوما من تاريخ إعدادها. وتبلغ مصروفات المنشأة 18،120،000 دينار سنويا وتسطيع المنشأة تحقيق عائد مقداره 8% على الاستثمارات.

المطلوب: حساب ما يأتي :

أ- الدورة النقدية في المنشأة ومعدل دوران النقد.

ب- الحد الأدنى من الأرصدة النقدية الواجب الاحتفاظ بها لكي تستطيع المنشأة تسديد التزامات في المواعيد المحددة.

ت- الوفورات النقدية التي يمكن أن تحصل عليها المنشأة إذا اختصرت مدة بقاء المخزون إلى (70) يوما.

الحل:

أ- الدورة النقدية = مدة بقاء المخزون + متوسط فترة تحصيل الحسابات المدينة – مدة دفع حسابات الذمم الدائنة.

80 + 100 - 60 = 120 يوم

معدل دوران النقدية = $\frac{\text{عدد أيام السنة}}{\text{الدورة النقدية}} = \frac{360}{120} = 3$ مرات

ب- الحد الأدنى من الأرصدة النقدية

= $\frac{\text{المصروفات النقدية السنوية}}{\text{معدل دوران النقدية}} = \frac{18،120،000}{3} = 6،040،000$ دينار

ت- الوفورات الناتجة عن اختصار مدة بقاء المخزون.

الدورة النقدية بعد التغير = 100+ 70 -60 = 110 يوم

أو = 120 – 10 = 110 يوم

دوران النقد = $\frac{360}{110} = 3.273$ مرة

الحد الأدنى من الأرصدة النقدية = $\frac{18،120،000}{3.273} = 5536205$ دينار

التوفير في حجم الأرصدة النقدية المطلوبة الواجب الاحتفاظ بها =

6040000 – 5536205 = 503795 دينار.

إذن الوفورات النقدية = 503795 × 8% = 40303 دينار.

أسئلة الفصل الثامن

1- ماهي الأهداف التي يتعين أن تضطلع بها الإدارة النقدية؟

2- أذكر المراحل التي تمر بها الدورة النقدية؟

3- أذكر أساليب الإدارة النقدية الناجحة التي تهدف الى تقليل الحد الأدنى من الأرصدة النقدية المطلوبة؟

4- ماهي الأساليب التي تتبعها الإدارة النقدية في الإسراع بتحصيل الذمم المدينة والإبطاء في عملية دفع النقدية؟

الفصل التاسع

إدارة الذمم المدينة

Management of Account Receivables

الفصل التاسع

إدارة الذمم المدينة

Management of Account Receivables

تعتمد الكثير من الشركات على البيع الآجل بسبب تعذر البيع النقدي (والذي يعتبر الأفضل) لمجموعة من الأسباب من ضمنها طبيعة الصناعة وصنف المنتج وظريف السوق ومدى توفر السيولة، وتزداد عمليات البيع الآجل في الشركات التي تقوم ببيع منتجاتها للوسطاء والوكلاء التجاريين (مثل تجار الجملة والتجزئة) حيث أن مثل تلك الفئات لا تدفع نقداً مقابل مشترياتها وانما تحتاج لفترة من الوقت ريثما تقوم ببيع البضائع ومن ثم تحصيل أموالها. واستخدام البيع الآجل يسبب في ظهور ذمم غير مسددة للشركة التي تقوم بتسجيلها محاسبياً تحت بند أوراق القبض أو الذمم المدينة.

1-9: طبيعة إدارة الذمم المدينة

عادة ما تنشأ الذمم المدينة نتيجة لتعامل المنشأة مع الغير بمنتجاتها أي عندما منتجاتها إلى الزبائن مهلة لتسديد التزاماتهم وتتكون حسابات الذمم من حساب الزبائن أنفسهم وحساب أوراق القبض ولذلك لابد من وجود إدارة كفؤة إلى هذا العنصر المهم من عناصر الموجودات المتداولة أو عناصر رأس المال العامل .

وتهدف إدارة الذمم المدينة إلى جعل العلاقة المتبادلة بين الأرباح والمخاطر متوازنة أي أن قرار زيادة وتسهيل الائتمان التجاري يجب أن يكون مستنداً الى عملية المقارنة بين الأرباح وبين الكلفة المترتبة على تحديد الحجم الأمثل لحسابات الذمم المدينة وعلى هذا الأساس فان هدف إدارة الذمم يتخلص في أيجاد علاقة تبادلية بين الأرباح والمخاطر.

الذمم المدينة = الزبائن + أوراق قبض

هنالك عدة عناصر للتكاليف المتعلقة بمنح الائتمان التجاري وحسابات الذمم المدينة:

أ- كلفة التحصيل Cost of Collection: وهي النفقات التي تدفعها المنشأة في سبيل تحصيل ديونها مثل المصاريف الأدارية وإيجار المكاتب وتوظيف العاملين أو الاستعانة بأطراف أخرى لأغراض التحصيل وعليه فإن الديون التي تمنحها المنشأة للغير أو التسهيلات الائتمانية لابد أن ينتج عنها تكاليف لغرض تحصيلها بعد أنتهاء الفترة المتفق عليها وهذه الكلفة عادة ما تكون العناصر أنفة الذكر.

ب- كلفة الأموال Cost of Money: وهي استخدام الأموال الإضافية في حسابات الذمم حيث أن الاستخدام ينتج عنه كلفة معينة على المنشأة بحيث كان من الممكن استخدام تلك الأموال في استخدامات أخرى مربحة.

ت- كلفة التأخير كما يحصل في الذمم المدينة Delay Cost of Collection: وهي الكلفة التي تنشأ من عدم إسفاء الزبائن بالتزاماتهم مما يؤدي بالمنشأة إلى مقاضاة الزبائن والحجز على الأموال وما يترتب عن ذلك من دفع أتعاب المحامين والمصاريف البريدية والإدارية.

ث- كلفة الديون المعدومة Cost of Dead Debts: وذلك في حالة اعتبار الديون المترتبة بذمة الزبائن بمثابة ديون معدومة وهي تشكل أحد عناصر الكلفة في حساب الأرباح والخسائر للشركة بتعبير أخر إذا اعتبر دين بذمة أحد الزبائن دينا معدوما وأنه يشكل عنصرا من عناصر التكلفة يتم تحميله على أرباح تلك السنة المالية.

9-2: سياسات الائتمان وشروط منح الائتمان التجاري

Credit Policy and Conditions Granting Commercial Credit

أولا : سياسة الائتمان Credit Policy

هنالك خطوتان لاختيار السياسة الائتمانية المناسبة هي:

أ. اختيار المعيار المناسب لمنح الائتمان

ب. تحليل خطوات منح الائتمان

أ- معيار منح الائتمان : Criterion of Credit Granting

يقصد بالمعيار القاعدة أو الأساس الذي يتم بموجبه منح الائتمان التجاري للزبائن وهنالك نوعان من المعايير:

- المعيار الأول: هو المعيار المتشدد في منح الائتمان Tough Criterion Credit Granting
- المعيار الثاني: هو المعيار المتساهل في منح الائتمان Soft Criterion in Credit Granting.

أن اتباع أحد هذين المعيارين يؤثر على العناصر التالية :

1- كلفة التحصيل Cost of Collection .

2- متوسط فترة التحصيل Mean Collection period

3-مستوى الديون المعدومة Level of Dead Debts

4- حجم المبيعات Size Sales

فالمعيار المتساهل يزيد من التأثير على العوامل السابقة بمعنى اخر يؤدي إلى زيادة حجم المبيعات لكن بالمقابل نجد أن المعيار المتشدد يؤدي إلى انخفاض التأثير على العناصر انفة الذكر ومن ثم يؤثر ذلك على الأرباح زيادة أو نقصانا .

مثال:

تبيع إحدى المنشآت منتجاتها حاليا بسعر (100) دينار للوحدة وقد بلغ حجم المبيعات جميعها على الحساب (300) ألف وحدة كما أن الكلفة المتغيرة لكل وحدة هي (60) ديناراً ومتوسط الكلفة الثابتة على المنشأة (600) ألف دينار بافتراض أن يكون متوسط فترة التحصيل (30) وتنوي المنشأة اتباع سياسة متساهلة في منح الائتمان والتي من المتوقع أن ينجم عنها زيادة في حجم المبيعات بنسبة 15% وزيادة متوسط فترة التحصيل إلى (45) يوما دون أن يتغير مستوى الديون المعدومة كما أن كلفة التحصيل لن تتأثر بهذه السياسة الجديدة علما بأن متوسط العائد للمنشأة هو (15%) المطلوب هل تنصح المنشأة باتباع السياسة المتساهلة في منح الائتمان؟

الجواب: أن تباع سياسة جديدة في منح الائـتمان يجـب أن تكـون مبنيـة عـلى أسـاس المقارنـة بـين العوامل الآتية:

1- الأرباح الإضافية على المبيعات.
2- كلفة الاستثمارات الإضافية في الذمم المدينة.

1- الأرباح الإضافية على المبيعات = المبيعات الإضافية × الأرباح الإضافية للوحدة.

(300000 × 15 %) × (100-60) = 1800000 دينار

2- كلفة الاستثمارات الإضافية في الذمم المدينة

متوسط الاستثمار في الذمم = $\frac{\text{كلفة المبيعات الاجلة}}{\text{معدل دوران الذمم}}$

معدل دوران الذمم = $\frac{\text{عدد أيام السنة}}{\text{متوسط فترة التحصيل}}$

كلفة المبيعات الإجمالية = عدد المباعة × كلفة الوحدة الواحدة

أ- كلفة المبيعات الاجمالية

تحت الوضع الحالي = 300000 ×80 = 24000000

تحت الوضع الجديد = (300000×80) + (45000×60)= 26700000

ب- معدل دوران الذمم :

الوضع الحالي = $\frac{360}{30}$= 12 مرة

الخطة الجديدة = $\frac{360}{45}$= 8 مرة

ت- متوسط الاستثمارات في الذمم المدينة :

الوضع الحالي = $\frac{24000000}{12}$= 200000 دينار

الخطة الجديدة = $\frac{26700000}{8}$ = 3337500 دينار

ث- الاستثمارات الإضافية = 3337500- 200000 = 1337500 دينار

ج- الكلفة = 1337500 × 15% = 200625 دينار .

والنتيجة أن الأرباح المتحققة على المبيعات الإضافية (1800000) دينار هي أعلى من كلفة الاستثمارات الإضافية (200625) دينار . وبالتالي فأننا ننصح المنشأة باتباع السياسة الجديدة المقترحة وهي سياسة الائتمان المتساهلة . ومن الواضح أن اتباع سياسة ائتمان متشددة يؤدي إلى عكس النتائج التي توصلنا إليها.

ب- تحليل خطوات منح الائتمان Analysis of Steps Credit Granting

حينما تلجأ المنشأة إلى اتباع سياسة منح الائتمان إلى الزبائن من جميع النواحي لكي تقوم بمنح الائتمان لهم وتنحصر عملية تحليل خطوات منح الائتمان بالاتي:

1- الحصول على المعلومات كافية عن الزبائن.

2- تحليل المعلومات.

فالنسبة للخطوة الأولى فأن هنالك نوعان من المصادر للحصول على المعلومات هما:

أ- المصادر الخارجية External Sources: التي تعتمد على الحسابات الختامية والبنوك التجارية والموردون والغرف التجارية في الحصول على المعلومات.

ب- المصادر الداخلية Internal Sources: وتشمل نماذج ووثائق الزبائن والاعتماد على السجلات القديمة لدى المنشأة أما بالنسبة للخطوة الثانية وهي تحليل المعلومات فعادة ما يتم تحليل المعلومات عن الزبائن كما ونوعا فالتحليل الكمي Quantitative Analysis يعتمد على القوائم والسجلات وجدول تقادم الذمم والتحليل بواسطة النسب المالية، أما التحليل النوعي Quantitative Analysis فهو يعتمد على دراسة أوضاع الزبائن دراسة واقعية وموضوعية من جميع النواحي وبخاصة سمعتهم المالية وقدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم.

ثانيا: شروط منح الائتمان Conditions Credit Granting

وهي المتطلبات التي تضعها الإدارة كشرط لمنح الائتمان إلى الزبائن أن الشروط تلك تحدد المدفوعات المتأتية من حسابات الذمم المدينة وهنالك ثلاثة عناصر مهمة تشملها شروط منح الائتمان التجاري.

1- مدة الائتمان 2- الخصم النقدي 3- تحديد فترة الخصم النقدي

مدة الائتمان Duration of Credit

وهي من عناصر شروط منح الائتمان التجاري ويمكن تخليص نتائج زيادة مدة الائتمان في الجدول الاتي:

أثر زيادة مدة الائتمان

البند (1)	اتجاه التغير (2)	الأثر على الأرباح (3)
1- حجم المبيعات	زيادة	موجب
2- متوسط فترة التحصيل	زيادة	سالب
3- مستوى الديون المعدومة	زيادة	سالب

ومن المنطقي أن تكون النتائج عكس ما ورد في القائمة أعلاه في حالة نقصان مدة الائتمان.

مثال:

تنوي إحدى المنشآت زيادة مدة الائتمان من 30 يوما الى 60 يوما ومن المتوقع أن يؤدي ذلك الى مدة التحصيل من 45 الى 75 يوما كما أنه من المتوقع أن تزيد الديوان المعدومة من المستوى الحالي وهو 1% الى 3% من حجم المبيعات كما سيؤدي هذا القرار الى زيادة حجم 30000 إلى 34500 وحدة علما بأن متوسط الكلفة للوحدة المباعة حاليا هو 6 دنانير وتباع الوحدة بمبلغ 10 دنانير وأن التكاليف الثابتة 60000 دينار عندما يكون حجم المبيعات 30000 وحدة وعلى افتراض أن العائد المتوقع هو 15% المطلوب هل تنصح المنشأة بزيادة مدة الائتمان؟

الحل:

في هذه الحالة أيضا يعتمد قرار المنشأة على عملية المقارنة بين العوائد التي تجنيها المنشأة والتكاليف التي تتحملها كنتيجة لهذا القرار أما مصادر الفوائد التي ستحصلها

المنشأة فهي الزيادة في حجم المبيعات وأما التكاليف فتتمثل في الاستثمارات الإضافية في حسابات الذمم المدينة والديون المعدومة الإضافية .

1- الأرباح على المبيعات الإضافية = الأرباح للوحدة المباعة × عدد الوحدات الإضافية المباعة = 4 × 4500 = 18000 دينار

2- كلفة الاستثمارات الإضافية في حسابات الذمم

تحت الوضع الحالي = $\frac{\text{كلفة المبيعات الاجلة}}{\text{دوران الذمم}} = \frac{240000}{8} = 30000$ دينار

تحت الاقتراح الجديد = $\frac{267000}{4.8} = 55625$ دينار

كلفة الاستثمارات الإضافية = 0.15 × 25625 = 3843.7 دينار

3- كلفة الديون المعدومة الإضافية:

أ- الديون المعدومة تحت الوضع الحالي = 0.01× 30000 = 300 دينار

ب- الديون المعدومة تحت الاقتراح الجديد = 0.03 × 34500 = 1035 دينار .

كلفة الديون المعدومة الإضافية = 1035 – 300 = 735 دينار

4- مجموع التكاليف = 3843.7 + 735 = 4578.700

وبما أن العوائد (18000) تزيد عن التكاليف 4578.700 دينار لذلك نوصي المنشأة بزيادة مدة الائتمان.

الخصم النقدي Cash Discount

يكون للخصم النقدي الذي يمنح للزبائن الذين يسددون حساباتهم أو التزاماتهم خلال فترة محددة أثر واضح على حجم المبيعات ومتوسط فترة التحصيل والأرباح لكل وحدة من الوحدات المباعة ، وأن زيادة الخصم النقدي يمكن أن يؤدي إلى ما يلي :

زيادة حجم المبيعات:

- نقصان في مستوى الديوان المعدومة مما سيكون له أثر موجب على الأرباح.

▪ نقصان الربح لكل وحدة مباعة مما سيكون له أثر سالب على الأرباح إلا أن ذلك سيعوض بزيادة حجم المبيعات.

ومن الطبيعي أن تكون تلك النتائج معكوسة في حالة تخفيض مقدار الخصم النقدي.

مثال:

على افتراض أن المنشأة تمنح خصما نقديا 2% إذا دفع الزبائن ما عليهم من ديون قبل يوم واحد من تاريخ الشراء كما تتوقع زيادة المبيعات 15% من المستوى الحالي إذا تم منح ذلك من الخصم النقدي علما أن المستوى الحالي كما يلي:

300000 وحدة كما تنخفض فترة التحصيل من 30 إلى 15 يوم وعلى افتراض أن مستوى الديون المعدومة لن يتأثر وأن العائد المتوقع على الاستثمار هو 15% وأن 60% من المبيعات سيكون على الحساب أي عن طريق منح الائتمان.

المطلوب: هل تنصح المنشأة بمنح الخصم النقدي؟

الحل:

يعتمد قرار منح الخصم النقدي على عملية المقارنة بين التكاليف وفوائد ذلك الخصم وفيما يلي كيفية حساب الأرباح والتكاليف .

1- الأرباح الإضافية على المبيعات = المبيعات الإضافية × الأرباح

الأرباح الإضافية للوحدات المباعة = 450× (100-60) = 1800000 دينار

2- النقص في متوسطة فترة التحصيل = متوسط الاستثمارات قبل وبعد التغيير × متوسط العائد المطلوب

متوسط الاستثمارات قبل منح الخصم = $\frac{\text{كلفة المبيعات}}{\text{دوران الذمم}} = \frac{24000000}{12} = 2000000$ **دينار**

متوسط الاستثمارات بعد منح الخصم = 26700000 ÷ 24 = 1112500 دينار

التوفير في التكاليف = 887500 × 15% = 133125

3- مجموع الفوائد عند منح الخصم النقدي= 1800000 + 133125 = 1933125دينار.

4- الكلفة إذا منحت المنشأة خصما نقديا:

=3450000 × 60% = 2070000 دينار

=2070000×20% = 414000 دينار

مجموع الفوائد = 1933125 وهي تزيد عن مجموع التكاليف 414000 دينار ولـذاك فأننـا نـرضي المنشأة بأتباع سياسة الخصم وعلى عكس التحليل السابق ينطبق إذا قامت المنشأة بخفض أو إلغـا الخصـم النقدي .

3-9: سياسات تحصيل الذمم المدينة Policies of Collection Account Receivables

وهي الإجراءات التي تتبعها المنشأة في سبيل تحصيل ما لها مـن ذمـم مدينـة وذلـك عنـدما يحـين موعد سدادها وهذه السياسات تشمل عنصرين:

1- طرق التحصيل إن كانت متساهلة أو متشددة.

2- نوعية جهود التحصيل التي تبذلها.

من المعروف أن كل منشأة من المنشآت تتبع سياسة تحصـيل لـديونها المترتبـة بذمـة الغـير وهـذه السياسة ربما تكون متشددة أو متساهلة وفي كلا النوعين لابد أن يظهـر أثـر ذلـك عـلى المبيعـات والـديون المعدومة والأرباح وفترة التحصيل وعوامل أخرى تدخل في إطار عملية التحصـيل، وبنـاءا عـلى ذلـك يتعـين على المنشأة أن تقارن بين الأرباح التي تحصل عليها نتيجة اتباعها سياسة معينـة للتحصـيل مـن السياسـات انفة الذكر مع التكاليف التي تتحملها نتيجة اتباع هذه السياسة فإذا كانت الأرباح أعـلى مـن التكـاليف في اتباع أي نوع من هذين النوعين فعليها أن تستمر في هـذه السياسـة أمـا إذا كـان العكـس فعليهـا أن تغـير هذه السياسة.

أسئلة الفصل التاسع

1- وضح عناصر التكاليف المتعلقة بمنح الائتمان التجاري وحسابات الذمم المدينة؟

2- وضح خطوات اختيار السياسة الائتمانية المناسبة؟

3- أذكر شروط منح الائتمان، وأشرحها بالتفضيل؟

4- ماهي السياسات التي تتبعها المنشأة في تحصيل ذممها المدينة؟

الفصل العاشر

إدارة المخزون السلعي

Inventory Management

الفصل العاشر

إدارة المخزون السلعي Inventory Management

يعرف المخزون السلعي على أنه المنتجات تامة الصنع التي تحفظ بها الشركة بغرض بيعها أو المـواد الخام والمواد تحت التصنيع التي تحتفظ بها الشركة بهـدف تصـنيعها وبيعهـا، ومـن هنـا في المخـزون أحـد أصول الشركة المتداولة والذي من المتوقع أن يتم بيعه خلال دورة أعمال الشركة.

ومن خلال التعريف السابق يمكن ملاحظة أن المخزون يتكون من العناصر التالية:

- المواد الخام.

- المواد تحت التصنيع أو غير التامة الصنع.

- المنتجات تامة الصنع.

يتميز المخزون عن غيره من بنود الأصول المتداولـة بمجموعـة مـن الخصـائص أهمهـا أن المخـزون يعتبر من أقل الأصول المتداولـة سـيولة، حيـث السـيولة تشـير إلى السـهولة والسرعـة في تحويـل الأصـل إلى نقدية وبدون خسائر كبيرة، وهذا لا ينطلق في حال المخزون كونـه لا يمكـن تحويلـه لنقديـة بسرعـة ودون خسائر.

عادة ما يتشكل المخزون (أو جزء منه على الأقـل) كنتيجـة لظـروف السـوق والعـرض والطلـب، أو نتيجة تأثره بوضع الاقتصاد العام، حيث تتكدس البضائع لدى الشركـة بشـكل غـير مقصـود ويـتراكم لـديها المخزون ليصل إلى قيم كبيرة، وبصعب التخلص من المخزون بسهولة في هذه الحالة لأنـه لـو أمكـن للشركـة أن تبيع المخزون لباعته مسبقا ولم يتكدس لديها المخازن.

كـما نـذكر هنـا أنـه يتعـين أن تحـتفظ الشركـة بمخـزون مـن المنتجـات التامـة الصـنع لمواجهة طلـب العمـلاء مـن منتجـات الشركـة، كـما مـن المهـم أن يتضـمن المخـزون عـلى المـواد الخام وتحت التصنيع وذلك لضـمان عـدم تعطـل الـدورة التشـغيلية للشركـة، لكـن يجـب عـدم

المغالاة في كمية المخزون الذي تحتفظ به الشركة لأن المخزون يتضمن على تكاليف تتحملها الشركة منها تكاليف تعطيل الأموال وتكاليف التخزين، وكلما ارتفع حجم المخزون كلما زادت هذه التكاليف.

مما سبق يتبين أن أدارة المخزون تستهدف الموازنة بين هدفين متعارضين هما:

1- تخفيض تكلفة الإحتفاظ بالمخزون، وهذا يستلزم تقليص حجم المخزون.

2- عدم المعاناة من نفاذ المخزون (بمختلف أنواعه) لضمان قدرة الشركة على تلبية طلب العملاء من السلع ولضمان استمرارية العملية التشغيلية للشركة، وهذا يستلزم زيادة حجم المخزون لمواجهة عمليات الإنتاج وطلبات العملاء الغير متوقعة.

ويتم الموازنة بين الهدفين السابقين من خلال تحديد الحجم الأمثل للمخزون من خلال المبادلة بين العوائد والتكاليف الناتجة عن عملية الإحتفاظ بهذا الحجم من المخزون.

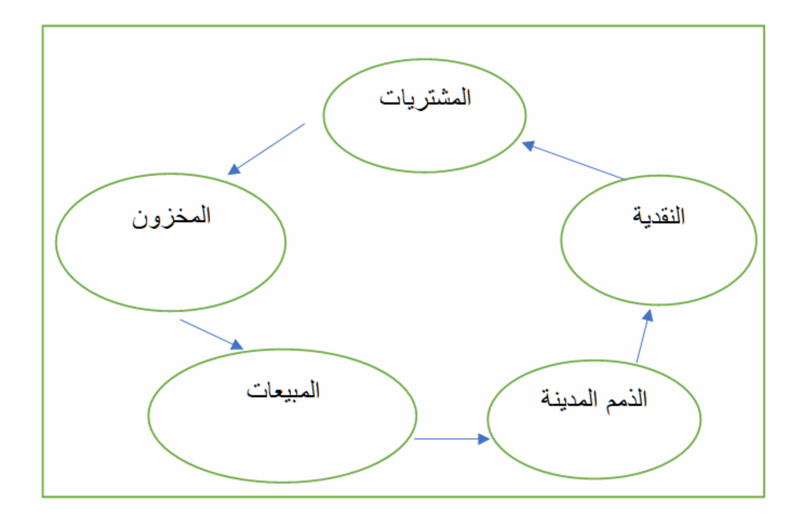
1-10 أهمية المخزون السلعي Importance of Inventory

لا يمكن للمنشأة أن تحقق المبيعات بدون المخزون كما لا يمكنها تحقيق الربح بدون المبيعات، وعلى الرغم من أن إدارة المخزون هي ليست من اختصاص الإدارة المالية إلا أن امتداد مسؤولية الإدارة المالية تشمل كل العوامل المؤثرة في ربحية الشركة ومنها إدارة المخزون ولو بشكل جزئي نظرا لأهميته الكبيرة من بين الموجودات بحيث يتطلب الأمر مراقبته باستمرار بسبب أهمية حجم الاستثمار فيه.

2-10 أنواع وأثر التبدلات في حجم المخزون Types and Effects of Changes in Inventory Size

بشكل عام يتكون مخزون المنشآت الصناعية من إنتاج تام وإنتاج نصف مصنع وإنتاج غير تام (مواد أولية). أما المنشآت التجارية فعادة ما يكون مخزونها من البضاعة الجاهزة والشكل التالي يوضح العلاقة المتبادلة بين المخزون والمبيعات والذمم المدينة.

العلاقة بين المخزون والمبيعات والذمم المدينة



3-10 كلف المخزون Inventory Costs

يمكن تبويب كلف المخزون في ثلاث مجموعات هي كلف الاحتفاظ وكلف الطلبيات وكلف فقدان بسبب شحة المخزون.

المجموعة الأولى: كلف الاحتفاظ بالمخزون Cost of Inventory Maintenance

أ- مكونات كلف المخزون

من بين أهم مكونات هذه الكلف ما يأتي:

11) كلف خزن المخزون، ومناولته داخل المخازن.

12) كلف التأمين.

13) كلف رأس المال المجمد (المستثمر) في المخزون طيلة مدة الخزن.

14) ما يخصص التخزين من كلف اندثار، تتزايد أو تتناقص بحسب المساحة المشغولة من قبل المخازن.

15) كلف تقادم المخزون السلعي

16) كلفة ضرائب العقار المخصص للتخزين.

17) كلف متنوعة متغيرة أخرى تنشأ بسبب نشاط التخزين.

وتتراوح نسبة مجموع هذه الكلف إلى مجموع كلفة التخزين بين (20%-30%) بحسب الدراسات المتوافرة من بعض الدول وهي تمثل المتوسطات العامة لكل القطاعات مجتمعة.

ومما يلاحظ أن هذه الكلف تتغير في سلوكها حسب حجم المخزون، ولو أن مكوناتها تتفاوت في درجة استجابتها (مرونتها) تجاه التغير في الحجم فهي أذن كلف متغيرة بشكل عام.

ب- التعبير الكمي عن تكاليف المخزون

بافتراض ما يأتي:

م= عدد الوحدات من مخزون معين، المباعة أو المسحوبة من المخازن، خلال السنة الواحدة، أي المبيعات.

ش= عدد الوحدات في كل طلبية (أو أمر شراء) أي حجم أو كمية الطلبية (أمر الشراء الواحد).

ن = عدد الطلبيات (أوامر الشراء) خلال السنة، أي عدد مرات طلب البضاعة من المجهزين.

د= متوسط، أو معدل، حجم المخزون السلعي خلال مدة الطلبية الواحدة على افتراض عدم وجود مخزون أمان.

س= سعر أو كلفة شراء الوحدة الواحدة من المخزون.

ظ= كلفة الاحتفاظ بالمخزون، كنسبة مئوية من متوسط المبلغ المستثمر في المخزون (%).

ث= كلفة الطلبيات، وهي كلفة ثابتة للطلبية الواحدة بغض النظر عن حجمها.

وبافتراض أن عدد الوحدات المطلوبة خلال السنة = 120000 وحدة فأن:

18) متوسط المخزون خلال مدة الطلبية = $\frac{\text{عدد الوحدات في كل طلبية}}{2}$

وبالعودة إلى جدول (1-10)، ويمكن أخذ الأمثلة التالية:

$\frac{120000}{2}=60000$ وحدة، $\frac{30000}{2}=15000$ وحدة وهكذا

كما أن:

19) عدد الوحدات في كل طلبية واحدة (أمر الشراء)

$$ش = \frac{\text{عدد الوحدات المباعة او المسحوبة من المخزون}}{\text{عدد الطلبيات خلال السنة}} = \frac{م}{ن}$$

وكمثال على ذلك، من الجدول المذكور :

$$= \frac{120000}{1} \; 120000 \text{وحدة}$$

وحدة، وهكذا $\frac{120000}{4} = 30000$

وعند التعويض عن (ش) بالمقدار $\frac{م}{ن}$

فأن **د** = $\frac{(م \div ن)}{2}$ ، ومقال ذلك:

د= $\frac{(120000 \div 1)}{2}$=60000**وحدة،** $\frac{(120000 \div 4)}{2}$=15000**وحدة** وهكذا

وإذا كان سعر شراء الوحدة من المخزون = (5) دينار.

20) فان كلفة متوسط المخزون (د)

= متوسط عدد الوحدات × سعر شراء الوحدة الواحدة، مثال ذلك:

60000 وحدة × 5 دينار = 300000 دينار، 15000 وحدة × 5 دنانير = 75000 دينار وهكذا.

جدول رقم (10-1) حساب كلف الاحتفاظ بالمخزون

عدد أوامر شراء الطلبيات في السنة (ن)	حجم الطلبية الواحدة (1000) (ش)	مجموع الوحدات اللازمة للسنة (1000) (م)	متوسط المخزون خلال مدة الطلبية (1000) (د=ش) 2	سعر شراء الوحدة الواحدة (دينار) س=5	متوسط كلفة الاستثمار بالمخزون (1000) (د×س)	كلف الاحتفاظ = 25% من متوسط كلفة الاستثمار في المخزون (دس)				
						مجموع الكلف 25%	كلفة التخزين 6%	كلفة التلف والتقادم 6%	كلفة التأمين 3%	كلفة راس المال 10%
1	120	120	60	5	300	75.0	18.0	18.0	9.0	35.0
2	60	120	30	5	150	37.5	9.0	9.0	4.5	15.0
3	40	120	20	5	100	25.0	6.0	6.0	3.0	10.0
4	30	120	15	5	75	18.75	4.5	4.5	2.25	7.5
5	24	120	12	5	60	15.0	3.6	3.6	1.8	6.0
6	20	120	10	5	50	12.5	3.0	3.0	15	5.0

ويوضح الجدول رقم (10-2) مكونات كلف الاحتفاظ بالمخزون.

جدول (2-10) مكونات كلف الاحتفاظ بالمخزون

الكلفة	(%) من كلفة متوسط المخزون
كلفة التخزين	6%
كلفة التلف والتقادم	6%
كلفة التأمين	3%
كلفة رأس المال	10% (أي سعر الفائدة على الأموال المستثمر بالمخزون)
المجموع	25%

وعليه فإن مجموع كلفة الاحتفاظ بالمخزون = (د) (س) × (نسبة كلفة الاحتفاظ)، مثال ذلك

300000 × 0.25 = 75000 دينار، 75000 × 0.25 = 18750 دينار، وهكذا

إذن يمكن التعبير عن مجموع كلفة الاحتفاظ بالمخزون كما يأتي:

مجموع كلفة الاحتفاظ = (د) (س) (ظ)، مثال ذلك:

كلفة الاحتفاظ بالمخزون = (60000) (5) (0.25) = 75000 دينار، وكذلك

كلفة الاحتفاظ بالمخزون = (15000) (5) (0.25) = 18750 دينارا، وهكذا....

المجموعة الثانية: كلفة الطلبيات (الكلف الثابتة) Costs of Inventory Orders

أ- مكونات كلف الطلبيات: من أهم مكونات هذه المجموعة من الكلف ما يأتي:

21) كلف الطلبيات لدى المجهزين، بما في ذلك العمل المكتبي والاتصالات الهاتفية، وتنظيم وجبات الإنتاج.

22) كلف الشحن، والمناولة، والاستلام

وهذه تبقى ثابتة، عموما للطلبية الواحدة، مما يعني أن جزءا من مجموع كلفة المخزون يتمثل بالكلفة الثابتة للطلبية الواحدة.

ب- التعبير الكمي عنها: افتراض أن:

ت- الكلفة الثابتة للطلبية الواحدة. وعندما يكون هناك (ن) من عدد الطلبيات، فأن مجموع الكلفة الثابتة للمخزون = (ث) (ن).... I

ونظرا إلى أن د = $\frac{(م÷ن)}{2}$

إذن م = 2د،2دن = م.ن = $\frac{م}{2د}$

بالتعوض في المعادلة (1) تصبح معادلة مجموع الكلف

مجموع الكلف = (ث) $\frac{(م)}{2د}$ II

افرض أن الكلفة الثابتة للطلبية الواحدة = 250 دينارا

إذن الكلفة الثابتة للمخزون = (ث) (ن) = (ث) $\frac{(م)}{2د}$

فإذا كانت هناك طلبية واحد خلال السنة (120000 وحدة)، فأن:

الكلفة الثابتة للمخزون = 250 × 1 = 250 دينارا أو $\frac{120000}{2\times60000}\times250$ = 250 دينارا

ولو كانت هناك (4) طلبيات (30000 وحدة لكل طلبية) فإن:

الكلفة الثابتة للمخزون = 250×4 = 1000 دينار أو $\frac{120000}{2\times15000}\times250$ = 1000 دينار

ث- مجموع كلف المخزون Total Inventory Costs

عند جمع كلف الاحتفاظ بالمخزون مع كلف الطلبيات نتوصل إلى مجموع كلف المخزون، كما يأتي:

مجموع كلف = كلف الاحتفاظ + كلف الطلبيات

= {(د) (س) (ظ)} + {(ث) (ن)}

فلو كان هناك طلبية واحدة خلال السنة (120000وحدة) أي بمتوسط مخزون (60000) وحدة لأصبح:

مجموع كلف المخزون = {(60000) (5) (0.25)}+{(250) (1) }

=75000 + 250 = 75250 دينار

ولو كانت هناك (4) طلبيات خلال سنة بواقع (30000) وحدة لكل طلبية لأصبح:

مجموع كلف المخزون = {(15000) (5) (0.25)} + {(250) (4)}

= 18750 + 1000 = 19750 دينار

4-10: الحجم الاقتصادي (الأمثل) للطلبية The Optimal Economic Size of the Order

على الرغم من أهمية المخزون للمنشأة، فأنه من الضروري أن يكون بالمستوى المطلوب ولغرض تحقيق ذلك، يستخدم نموذج الحجم الاقتصادي، أو الحجم الأمثل للطلبية أو لأمر الشراء (Economic Ordering Quantity EOQ) ويقوم نموذج الحجم الاقتصادي للطلبية على أساس أن بعض الكلف ترتفع عندما يزداد حجم المخزون بينما تنخفض كلف أخرى، في حين أن هناك حجما اقتصاديا للطلبية الواحدة يؤدي إلى تدنينه مجموع كلف المخزون فكلف الاحتفاظ بالمخزون (باعتبار أنها متغيرة، ويعبر عنها كنسبة مئوية من متوسط كلفة الاستثمار بالمخزون) تتزايد بارتفاع ذلك المتوسط، ويرتفع متوسط الاستثمار الذي يساوي

$$\frac{\text{حجم الطلبية الواحدة} \times \text{سعر الوحدة الواحدة}}{2}$$

بسبب زيادة حجم الطلبية الواحدة وبالتالي زيادة متوسطها الذي يضرب بسعر ثابت للوحدة الواحدة. ومن جهة أخرى، ارتفاع متوسط الاستثمار بالمخزون، باعتباره يؤشر انخفاض عدد الطلبيات بموجب المعادلة:

$$\text{العدد الأمثل للطلبيات} = \frac{\text{عدد الوحدات المباعة خلال السنة}}{\text{حجم الطلبية الواحدة}}$$

مما يعني انخفاض مجموع كلف الطلبيات، ذلك لأن الكلفة الثابتة للطلبية الواحدة تضرب بعدد أقل من الطلبيات. ويمكن التوصل إلى الحجم الاقتصادي للطلبية الواحدة من خلال استخدام المعادلة التي تحمل ذات الاسم وعلى النحو الاتي:

$$\text{الحجم الاقتصادي للطلبية} = \sqrt{\frac{2 \times \text{ث} \times \text{م}}{\text{س} \times \text{ظ}}}$$

حيث أن:

ث= كلفة الطلبية الواحدة

م= عدد الوحدات المباعة أو المطلوبة خلال السنة

ظ= النسبة المئوية (%) كلفة الاحتفاظ الى متوسط مبلغ الاستثمار في المخزون

س= سعر (كلفة) شراء الوحدة الواحدة.

مثال:

$$\text{الحجم الاقتصادي للطبية} = \sqrt{\frac{2 \times 250 \times 120000}{5 \times 0.25}} = \sqrt{\frac{60000000}{1.25}}$$
$$= \sqrt{48000000} = 6928 \text{ وحدة تقريبا.}$$

وهذا هو الحجـم الاقتصـادي (الأمثـل) للمخـزون، أي الحجـم الاقتصـادي المتمثـل بعـدد وحدات الطلبية الواحـدة. ومـما يلاحـظ هنـا أن الحجـم الاقتصـادي للطلبيـة، وبالتـالي متوسـط المخزون، يرتفع مع ارتفاع الجذر التربيعي للمبيعات. وهذا يعني أن زيادة ما في المبيعات تـؤدي إلى زيادة أقل نسبيا في المخزون، وأن نسبة (المخزون/ المبيعات) تتناقص بزيادة المبيعات وهذا ما يشير إلى وجود اقتصاديات داخلية أو وفورات للحجـم الكبـير (Economies of scale) في مجـال الاحتفاظ بالمخزون.

نقطة أعادة الطلب= {السحب اليومي (الأسبوعي) × مدة الانتظار (المدة التحضيرية)}

مثال (1):

تقوم شركة ما بشراء الفواكه وتعلبيها، ثم بيعها على شكل علب، مسـتخدمة بـذلك (2.6) مليـون كيلـوغرام مـن المـواد سـنويا ولابـد مـن شراء تلـك المـواد بمقـادير (2000) كيلـوغرام ومضاعفاتها. وتبلغ كلـف الطلبيـات (5000) دينـار للطلبيـة الواحـدة بسـبب المناولـة المتكـررة،

وكلفة الاحتفاظ (2%) من سعر شراء الكيلو الواحدة البالغ (5) دنانير وتحتفظ الشركة بمخزون أمان قدره (200000) كيلو غرام ويستغرق الشحن (6) أسابيع.

المطلوب: أحسب ما يأتي:

أ- الحجم الاقتصادي للطلبية

ب- ما هو المستوى المحدد من المخزون الذي يعاد عنده طلب المواد، لتفادي سحبها من مخزون الأمان؟

ت- ما هو مجموع كلف المخزون؟

مثال (2)

تتخصص شركة الأسمدة الكيماوية بتسويق الأسمدة على شكل أكياس وبمقادير (120000) كيس في السنة ويبلغ مستوى مخزون الأمان الموجود عند بداية المدة (1000) كيس، وتشتري الشركة الكيس الواحد بمبلغ (2) دينار. وتبلغ كلفة الاحتفاظ (20%) وكلفة الطلبيات (30) دينار للطلبية الواحدة.

المطلوب:

أ- ما هو الحجم الاقتصادي للطلبية الواحدة؟

ب- ما هو أقصى حد يصله مخزون الأسمدة؟

ت- ما هو متوسط المخزون؟

ث- عدد الأيام التي تمضي حتى تكرر المنشأة إعادة الطلب؟

الحل:

أ= عدد الوحدات المطلوبة أو المباعة خلال السنة = 120000 كيس

ب= سعر شراء (كلفة) الوحدة الواحدة =2 دينار.

د= كلفة الطلبية الواحدة = 30 دينار.

أ- الحجم الاقتصادي للطلبية الواحدة = $\sqrt{\frac{2 \times ث \times م}{ظ \times س}}$

$$= \sqrt{\frac{2\times30\times120000}{2\times\%20}}$$

$$= \sqrt{\frac{7200000}{0.4}} = 4242.6 \text{ وحدة}$$

أذن عدد الطلبيات بالسنة = $\frac{120000}{4262.6}$=28طلبية

ب- أقصى ما يصله المخزون = 1000+4242.6 مخزون أمان = 5242.6 وحدة.

ت- متوسط المخزون = $\frac{\text{حجم الطلبية الواحدة}}{2}$

= 4242.6 ÷2 = 2121.3 وحدة

ث- عدد الأيام اللازمة لتكرار الطلبيات

$\frac{\text{360 يوم}}{\text{28 طلبية}}$ =12.8 يوما أي 13 يوما

أي أن كل 13 يوما تثبت طلبية واحدة لدى المجهزين وهذا هو عدد الأيام اللازمة لتكرار الطلبيات.

مثال (3): نقطة إعادة الطلبية

أفرض أن المدة التحضيرية اللازمة لاستلام المخزون هي 4.5 يوم وان الاستعمال اليومي للمخزون (333) وحدة وان نقطة إعادة الطلب قبل أخذ البضاعة بطريق الشحن الاعتبار هي عندما يصل رصيد المخزون 1000 وحدة فأن نقطة إعادة الطلب

= (½ 4×333 وحدة)}-1000

= 1498.5 – 1000 = 498.5 وحدة

ويجب أن تكون هذه المدة أطول من مدة سحب المخزون وإذا كانت أقصر فلا تؤخذ البضاعة بطريق الشحن بنظر الاعتبار.

أسئلة الفصل العاشر

1- أذكر أهمية المخزون بالنسبة للمنشآت؟
2- وضح العلاقة بين المخزون والمبيعات والذمم المدينة, مستعينا بالرسم التوضيحي؟
3- ماهي مكونات تكاليف المخزون، عددها؟
4- كيف يتم التعبير كميا عن تكاليف المخزون؟
5- ممن تتكون كلف المخزون، وضح كيفية احتسابها؟

الفصل الحادي عشر

إدارة الموجودات الثابتة (الإنفاق الاستثماري)

Management of Fixed Assets (Investment Expenditure)

الفصل الحادي عشر

إدارة الموجودات الثابتة (الإنفاق الاستثماري)

Management of Fixed Assets (Investment Expenditure)

1-11: مفهوم وأهمية الاستثمار بالموجودات الثابتة

Concept and importance of Investing in fixed Assets

الوظيفة المالية تعني بدراسة المشكلات التي تختص بحيازة الأموال واستثمارها استثمارا فعالا في جوانب متعددة ومن هذا التعريف يتضح أن الوظيفة المالية تأخذ على عاتقها ثلاثة اهتمامات جوهرية هي:

1- حجم الأموال المستثمرة أو القابلة للاستثمار.
2- حجم الموجودات.
3- هيكل المطلوبات.

ومن هذه الاهتمامات فان إدارة المنشأة سوف تتخذ قراراتها الاستراتيجية الآتية حول:

1- سياسة الاستثمار.
2- سياسة التمويل
3- سياسة توزيع الحصص.

وعليه فأن الاستثمار يعتبر من القرارات الاستراتيجية للمنشأة ويقصد بالاستثمار اقتناء سلعة أو خدمة من أجل الحصول على عوائد مستقبلية. وما دامت الموجودات الثابتة تشكل مجموعة عناصر تشغيلية في المنشأة أو غير تشغيلية ملموسة أو غير ملموسة يستمر بقاؤها في المنشأة لفترة طويلة لا يقصد بيعها بل بقصد تشغيلها أو استخدامها فأن أي اقتناء لأي موجود من الموجودات يعتبر عملية استثمار في الموجودات الثابتة ونظرا

لأهمية الموجودات الثابتة فقد أولت غالبية إدارات المنشأة أهمية خاصة لهذه العناصر للأسباب الآتية:

1- صعوبة التنبؤ بمستقبل الموجودات الثابتة: حينما يصعب التنبؤ بالمستقبل فأن درجة المخاطرة تزداد وإذا ازدادت درجة المخاطرة تزداد عملية الاهتمام بإدارة الأشياء.

2- ضخامة المبالغ المستثمرة في الموجودات الثابتة: إذ أن عملية التطور في المنشأة ونموها وبقائها في السوق يتركز بالدرجة الأساس على عملية الاستثمار في الموجودات الثابتة فبدون الاستثمارات لا يمكن أن تنمو المنشأة وتتطور ولهذا تهتم إدارة المنشأة بهذا الجانب اهتماما كبيرا.

3- خصوصية الموجودات الثابتة: تمتاز معظم عناصر الموجودات الثابتة بخوصية معينة ينبغي على إدارة المنشأة ان تأخذ هذه الخصوصية بنظر الاعتبار حيث أن عناصر الموجودات الثابتة تختلف طبيعتها من عنصر إلى عنصر من ناحية الاستخدام ومن ناحية عمرها ومن ناحية تكلفتها وعوائدها وإنتاجيتها... الخ.

4- تقادم عناصر الموجودات الثابتة: تعترض الموجودات الثابتة إلى التقادم بسبب الاستخدام حيث أن جميع عناصر الموجودات الثابتة استخدامها مما يؤدي إلى نفاذ كامل قيمتها وتصبح قيمتها الدفترية صفرا.وهذا الأمر يتطلب بطبيعة الحال استبدالها بعناصر أخرى تقوم مكانها مما يتطلب مراقبتها ومتابعتها من أجل تنفيذ عملية الإحلال.

2-11: أنواع الاستثمارات Type of Investment

وهي كثيرة ومتعددة فالبعض يقسمها حسب هدفها الى:

1- استثمارات إنتاجية productive Investments: تتمثل بالموجودات الثابتة الملموسة التشغيلية.

2- استثمارات غير إنتاجية Non- productive investments: تتمثل بالموجودات غير الملموسة كبراءة الاختراع وشهرة المحل.

كما أن هنالك فريقا يقسمها حسب درجة مخاطرتها إلى:

1- استثمارات ذات مخاطرة عالية High-Risk Investments: كاستثمارات التنويع والتوسع.

2- استثمارات ذات مخاطرة قليلة low-risk investments: كاستثمارات التحسينات والتجديدات.

والبعض الأخر يقسمها حسب طبيعتها إلى:

1- استثمارات والاستبدال Replacement Investments

2- استثمارات التحسينات والتجديدات Investment Improvement and Innovations

3- استثمارات التوسعات والنمو Investments in Expansions and Growth

4- استثمارات التنويع Investment in Diversification

مما تقدم يتضح أن للاستثمارات مفاهيم متعددة وتختلف باختلاف حقل الاختصاص الذي فيه. بالمحاسب ينظر إلى الاستثمار بأنه عملية اقتناء للموجودات الثابتة وبخاصة الإنتاجية منها والاقتصادي ينظر إلى الاستثمار بأنه التضحية بموارد اليوم أملاً بالحصول عوائد مستقبلية تكون هذه العوائد أعلى من مبلغ رأس المال المستثمر مبدئيا. وفي هذه الحالة فأن المفهوم الاقتصادي للاستثمار يكون أوسع من مفهوم المحاسب حيث أن الاستثمار يشمل الموجودات الثابتة الملموسة وغير الملموسة. أما الإداري فأنه ينظر إلى الاستثمار بأنه عملية اقتناء كل عناصر الموجودات سواء كانت ملموسة أو غير ملموسة, ثابتة أم متداولة وبذلك يكون الإداري أوسع مفهوما من المفهومين السابقين من ناحية اقتناء الموجودات الثابتة أو التصرف بالموجودات المتداولة أو اقتنائها لذلك فأن إدارة الموجودات الثابتة لها خصوصية رئيسة في الإدارة المالية وهنالك مؤشرات يمكن أن تستخدم في معرفة كفاءة إدارة الموجودات الثابتة ومن هذه المؤشرات الاتي:

1- معدل دوران الاستثمارات = $\frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الموجودات الثابتة}}$

2- كثافة رأس المال (الكثافة الرأسمالية) = $\frac{\text{مجموع الموجودات الثابتة}}{\text{المبيعات}}$

أسئلة الفصل الحادي عشر

1- ماذا يقصد بالوظيفة المالية وما هي اهتماماتها؟

2- ماهي القرارات الاستراتيجية التي تتخذها إدارة المنشأة في ضوء إهتمامات الوظيفة المالية؟

3- ماهي أسباب الاهتمام بالموجودات الثابتة من قبل إدارات المنشآت؟

4- أذكر أنواع الاستثمارات, وكيف تم تقسيمها؟

5- ماهي المؤشرات التي تستخدم في معرفة كفاءة إدارة الموجودات الثابتة؟

الفصل الثاني عشر

تقييم المشروعات الاستثمارية

Evaluation of Investment Projects

الفصل الثاني عشر

تقييم المشروعات الاستثمارية

Evaluation of Investment Projects

1-12 القيمة الزمنية للنقود Time value of cash money

يعد عنصر الزمن من العناصر التي يجب ان نأخذها بنظر الاعتبار عند تقييم الاستثمارات، ويصور الاهتمام بالبعد الزمني إلى اختلاف توقيت التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة إلى المشروع، ونظرا لاختلاف قيمة التدفقات تبعا لتاريخ استحقاقها، فان المستثمر عاد يفضل التدفقات التي يحصل عليها الأن مقارنة بالتدفقات التي يحصل عليها في المستقبل وذلك لسببين أساسيين، الأول هو كلفة الفرصة البديلة الناجمة عن إمكانية أعادة استثمار الأموال الحالية وتحقيق أرباح إضافية، والسبب الثاني هو اختلاف قيمة النقود نظرا للمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار، والجدير بالذكر ان دينار اليوم يختلف عن قيمته بعد مرور سنة أو اكثر، الأمر الذي يجعل المستثمر يذهب إلى دراسة ما يسمى بالتفضيل الزمني للنقود، وذلك لوجود تأثير كبير لتوقيت التدفقات النقدية على قيمة الموجودات ومعدل العائد.

مفاهيم قيمة النقود

ان قيمة النقود تلعب دورا كبير في نجاح المشروع ويمكن التفرقة بين ثلاثة مفاهيم لقيمة النقود هي القيمة الزمنية للنقود والقيمة الحقيقية للنقود والقيمة المتوقعة للنقود:

1- القيمة الزمنية للنقود (Time Value of Money): ان القيمة الزمنية للنقود هي عبارة عن معدل العائد الذي يتحقق من استثمار مبلغ من المال خلال فترة زمنية محددة وفي مجال امن خال من الخطر، فاذا كان لدينا نهاية السنة فعند حساب قيمة المبلغ المستثمر في نهاية السنة نجد ان المبلغ المستثمر يصبح 11000 دينار، أي ان الثمن المدفوع نتيجة عدم استغلال مبلغ (10000) دينار هو 1000 دينار وهذا

يعني ان القيمة الزمنية للنقود المحتفظ بها تبلغ 1000 وهذا يوصلنا الى معرفة القيمة المستقبلية للمبلغ المذكور الذي يحسب كما يلي:

القيمة المستقبلية = القيمة الحالية + (معدل العائد × القيمة الحالية)

$$FV=PV(1+k)^n$$

$$FV= 10000\ (1+0.10)= 11000$$

ويمكن اشتقاق المعادلة التالية لاستخراج القيمة الحالية للمبلغ المتوقع الحصول عليه بعد مرور سنة:

$$FV = \frac{\text{القيمة المستقبلية}}{(1+\text{معدل العائد})^{\text{ن}}}$$

$$PV = \frac{11000}{(1+0.10)} = 10000$$

$$PV= \frac{FV}{(1+k)^{n}}$$

ولغرض معرفة القيمة الحالية للنقود يتطلب اختيار معدل خصم مناسب يتلاءم مع طبيعة الاستثمارات المقترحة والظروف الاقتصادية ومعدلات التضخم.

2- القيمة الحقيقية للنقود Real Value of Money: يقصد بالقيمة الحقيقية للنقود كمية السلع والخدمات التي تحصل عليها لقاء دفع وحدة نقدية، ولذلك يرتبط دراسة هذا المفهوم بارتفاع الاسعار ومعدل التضخم ويمكن احتساب القيمة الحقيقية للنقود وفق الصيغة التالية:

$$\text{القيمة الحقيقية للنقود} = \frac{\text{القيمة النقدية}}{\text{القياسي الرقم+التضخم}} \times 100$$

ومن هذا المعادلة يتبين تأثر القيمة الحقيقية بمقام النسبة اي كلما ارتفع الرقم القياسي للأسعار كلما انخفضت القيمة الحقيقية للنقود وترتبط القيمة الحقيقية للنقود بمعدلات التضخم لان الرقم القياسي للأسعار يتأثر بأسعار السلع والخدمات بصورة عامة وبمعدلات التضخم بصورة خاصة.

مثال

يبلغ المبلغ المستثمر 10000 دينار ومعدل التضخم في الاقتصاد 8% وكان الرقم القياسي للأسعار في سنة الأساس 100%.

المطلوب: استخرج القيمة الحقيقية للمبلغ المذكور في حالة عدم استثماره خلال السنة الأولى؟

القيمة الحقيقية للنقود = $\frac{10000}{108}\times 100$ = 9174 **دينار**

وهذا يعني ان القيمة الحقيقية لمبلغ 10000 دينار انخفضت بمقدار 826 دينار خلال هذه السنة بمعدل تضخم قدرة 8% في ذلك البلد.

3- القيمة المتوقعة للنقود (Expected Value of Money): لمعرفة القيمة المتوقعة لاستثمار مبلغ معين في المستقبل غير الأكيد لابد من تحديد احتمال تحقق هذا العائد وان سبب عدم التأكد ومنح نسبة احتمالية اقل من 100% هو تاثر العوائد بدرجة الخطر نتيجة وجود عامل غير متوقعة ولا يمكن السيطرة عليها، فإذا كان المبلغ المتوقع الحصول عليه 10000 دينار وان احتمال تحقق بنسبة 90% فان القيمة المتوقعة تتحدد على النحو الاتي:

القيمة المتوقعة = الاحتمال × القيمة المستقبلية

$$E(v)= P.FV$$

القيمة المتوقعة = 90% × 10000 = 9000 دينار

الفوائد البسيطة والمركبة

الفائدة عبارة عن العائد الناتج عن استثمار الأموال، أي هي المقابل المادي الناجم عن التخلي عن راس المال للغير، ومعدل الفائدة هو العائد على استثمار وحدة راس المال في نهاية الفترة الزمنية، وبذلك فان مقدار الفائدة المستحقة يتوقف على ثلاثة عناصر هي المبلغ المستثمر ومدة الاستثمار ومعدل الفائدة، وعلى هذا الأساس فان قيمة الفائدة المستحقة تزيد بزيادة أحد العناصر الثلاثة المذكورة مع حسابات العنصرين الآخرين والعلاقة بينهما علاقة طردية.

الفائدة البسيطة

هي تلك الفائدة التي تحسب على مبلغ استثمار ثابت طيلة فترة الاستثمار، وعليه ان قيمة الفائدة المستحقة عن كل فترة زمنية تبقى ثابتة خلال المدة، كان راس المال المستثمر بمبلغ 10000 دينار لمدة 5 سنوات بمعدل فائدة سنوي 6%، فان الفائدة المستحقة في نهاية السنة الأولى هي:

10000 × 6% = 600 دينار

وهو نفس المبلغ عن الفائدة المستحقة لكل سنة من السنوات الخمسة الأخرى من سنوات الاستثمار، وان مجموعة الفوائد المستحقة في نهاية مدة الاستثمار= 600 × 5 = 3000 دينار، والتي تقاس كما يلي:

الفائدة = المبلغ المستثمر × معدل الفائدة × المدة

وهنا يجب ان يتطابق معدل الفائدة المستخدم مع الفترة الزمنية للمدة المحسوبة، فإذا كانت مدة الاستثمار سنة فيجب ان يكون معدل الفائدة سنوي، فإذا كانت مدة الاستثمار بالأيام فان المدة بالسنوات تحسب كما يلي:

$= \frac{\text{عدد الأيام}}{360}$ وإذا كانت بالأشهر = $\frac{\text{عدد الأشهر}}{12}$

الفائدة المركبة (Compound Interest)

هي تلك الفائدة التي يتم احتسابها في نهاية السنة بعد إضافية المبلغ المستثمر إلى قيمة الفائدة المتحققة وهكذا على طول فترة الاستثمار، ويصبح أجمالي المبلغ المستثمر في نهاية الفترة عبارة عن المبلغ المستثمر في أول السنة مضافا إليه مقدار الفوائد المتحققة على طول فترة الاستثمار، وتكون عناصر الفائدة المركبة عبارة عن المبلغ المستثمر في أول المدة (Principal)، ومدة الفائدة المركبة وهو عبارة عن عائد وحدة النقد في نهاية فترة استثمار ويمكن حسابها وفق المعادلة التالية:

$$I=a\{(1+i)^n -1\}$$

معدل الفائدة المركب = i

المبلغ المستثمر = a

فترة الاستثمار = n

مثال

تم استثمار مبلغ 10000 دينار خلال مدة 10سنوات بمعدل فائدة 5 % سنويا.

المطلوب: احتساب الفائدة المركبة للاستثمار المذكور؟

$I = a \{(1+I)^{n}- 1 \}$

$I= 10000 \{(1+0.05)^{10} - 1 \}$

$I= 10000 \{(1+0.05)^{10}-1\}$

$I= 10000 \{(1.3288946) - 1\} = 10000 (0.6288946)$

$I= 6288$

القيمة المستقبلية Future Value

هي تلك العملية التي يتم التوصل من خلالها إلى تحديد مقدار التدفقات النقدية المستقبلية النهائية في حالة كون الفائدة مركبة، وينعكس ذلك على العائد الذي يصبح مركب أيضا بإضافة المبلغ المستثمر الى قيمة الفائدة المتحققة، والعائد المركب يحسب بإضافة الفائدة إلى المبلغ الأصلي في نهاية كل سنة وتحسب الفائدة بعد الإضافة. ويمكن حساب القيمة المستقبلية بطريقتين حسب طبيعة الدفعات وكما يلي:

1- القيمة المستقبلية لدفعات متساوية: هي سلسلة التدفقات المتساوية التي تدفع خلال فترات ثابتة لعدد السنوات وعادة تدفع في نهاية الفترة الزمنية المتفق عليها، بمعنى أخر ان الفائدة على المبلغ المستثمر التي تحسب في نهاية كل مدة الاستثمار ستضاف إلى اصل المبلغ المستثمر في السنة السابقة لكي نحصل على قيمة استثمار جديد للفترة القادمة.

أي ان أجمالي المبلغ المستثمر في نهاية كل سنة هي عبارة عن المبلغ المستثمر الأصلي في أول المدة زائدا فائدة السنة التي استثمر بها، وبذلك تكون الفائدة البسيطة والمركبة عبارة عن عائد على راس المال المستثمر ويكونان متساويتين في نهاية السنة الأولى من الاستثمار، والفرق بينهما ان الفائدة البسيطة تبقى ثابتة طيلة فترة الاستثمار في حين ان

الفائدة المركبة تتزايد نتيجة ارتفاع مبلغ راس المال المستثمر بعد إضافة الفائدة عليه في نهاية كل سنة، هذا يعني عدم ثبات قيمة الاستثمار الذي تحسب عليه الفائدة ويمكن قياس الفائدة المركبة كما يلي:

$I= a\{(1+i)_n^n -1 \}$

a= المبلغ المستثمر

I= معدل الفائدة المركبة

n= الفترة الزمنية

مثال:

استثمر مبلغ 10000 دينار لمدة 5 سنوات بفائدة 10% سنويا.

المطلوب: احسب الفائدة المركبة على المبلغ المذكور؟

الحل:

$I = a \{(1+I)^n-1\}$

من جداول القيمة المستقبلية في نهاية الكتاب نستخرج القيمة المركبة لفائدة 10% خلال 5 سنوات.

$I= 10000 \{(1+0.10) 5-1 \}$

$I= 10000 \{ 1.61051-1\}$

$I= 6105.1$

ويمكن استخراج النتيجة بالجداول التالي

السنة	اصل المبلغ	فائدة الفترة	الفوائد المجمعة	القيمة المستقبلية
الأولى	10000	1000	1000	11000
الثانية	11000	1100	2100	12100
الثالثة	12100	1210	3310	13310
الرابعة	13310	1331	4641	14641
الخامسة	19641	1964.1	6105	16105

2- القيمة المستقبلية لدفعات متعددة: يتم حساب القيمة المستقبلية لمجموعة من المبالغ المستثمر في تواريخ متعددة، من خلال حساب القيمة المستقبلية لمجموعة الودائع التي

تضاف إلى المبلغ الأصلي في أوقات متعددة، فلو فرضنا أن أحد المستثمرين أودع في المصرف في نهاية كل سنة المبالغ التالية:

السنة الأولى	1000 دينار
السنة الثانية	1500 دينار
السنة الثالثة	2000 دينار
السنة الرابعة	2500 دينار
السنة الخامسة	3000 دينار

لمدة خمسة سنوات، فما هو المبلغ الذي يحصل عليه في نهاية السنوات المذكورة؟

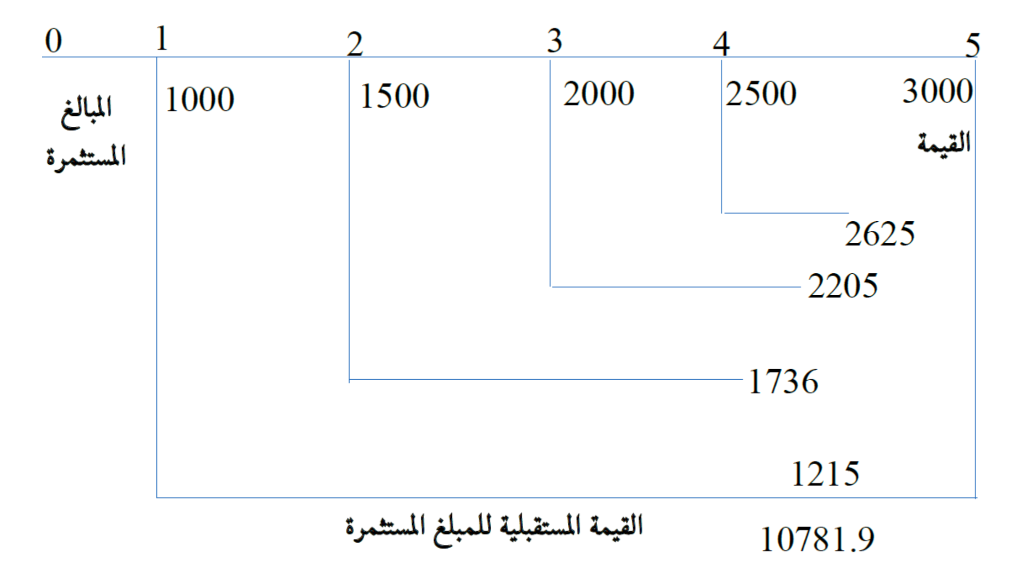
لغرض حساب القيمة المستقبلية سنقوم بإضافة الفائدة على المبلغ المستثمر في السنة الأولى لمدة أربعة سنوات، والمبلغ في السنة الثانية لمدة ثلاث سنوات والمبلغ في السنة الثالثة لمدة سنتين والمبلغ في السنة الرابعة لمدة سنة واحدة، أما المبلغ المودع في السنة الخامسة فلا يتم احتساب الفائدة عليه ويمكن التوصل إلى النتيجة كما يلي:

القيمة المستقبلية للاستثمارات لدفعات متعددة

نهاية السنة	**المبلغ المستثمر**	**فترة الاستثمار**	**المعامل $(1+ف)^{ن}$**	**القيمة المستقبلية**
الأولى	1000	4	1.215	1215.5
الثانية	1500	3	1.157	1736.4
الثالثة	2000	2	1.1025	2205
الرابعة	2500	1	1.05	2625
الخامسة	3000		1	3000
المجموع	10000			10781.9

أذن القيمة المستقبلية لمجموع المبالغ المستثمر للدفعات المتعددة = 10781،9، ويمكن التعبير عنها بالرسم البياني التالي:

شكل يوضح كيفية احتساب القيمة المستقبلية لدفعات مختلفة



القيمة الحالية Present Value

هي المبلغ المستثمر بنفس المعدل وللمدة المتبقية حتى تاريخ استحقاق الدين ويصبح أجمالي المبلغ المتحقق مساويا للقيمة الاسمية، وتقيس لنا القيمة الحالية الدفعات النقدية الداخلة في المستقبل ويعتمد هذا المفهوم على أساس ان القيمة الحالية لدينار اليوم اكبر من قيمته في المستقبل.

وتحسب القيمة الحالية بعكس طريقة احتساب القيمة المستقبلية وبذلك فان القيمة الحالية للمبلغ المستثمر تصبح اقل بسبب خصم الفوائد المركبة منه، ولذلك تسمى أيضا هذه الطريقة بأسلوب الخصم (Discounting).

وتقوم هذه الطريقة على افتراض إمكانية وجود فرص بديلة لإعادة الاستثمار وتحقيق العائد على المبلغ المذكور، وتستخدم طريقة القيمة الحالية لمعالجة الانتقادات الموجهة لطرق اختيار الاستثمارات الأخرى التي لا تأخذ بنظر الاعتبار توقيت تدفق العوائد أي القيمة الزمنية للنقود المستثمرة، وهذا لاتخاذ القرارات الاستثمارية عند اختيار البدائل المتاحة من خلال احتساب صافي القيمة الحالية (القيمة الحالية لمجموع التدفقات

النقدية- الكلفة المبدئية للاستثمار)، فإذا كانت النتيجة موجبة فيقبل الاستثمار وإذا كانت النتيجة سالبة نرفضه.

ويمكن احتساب القيمة الحالية لأي مبلغ باستخدام جداول القيمة الحالية لدينار واحد بعد اختيار معدل الخصم مناسب ووفقا للمعادلة التالية:

ق ح = ق م (ع ف)^{ن} حيث أن:

ق ح = القيمة الحالية للمبلغ المتوقع استلامه في المستقبل

ق ح = المبلغ الذي نستلمه في المستقبل

ع ف = معامل الخصم

ن = عدد السنوات

مثال:

يرغب أحد المستثمرين الحصول على مبلغ 10000 دينار كعائد بعد 5 سنوات.

المطلوب: احسب القيمة الحالية للاستثمار المذكور إذا كان سعر الخصم 6%؟

الحل:

من جدول القيمة الحالية وتحت عمود 6% وصف الخمس سنوات نجد ان معامل الخصم هو 0.747 وبتطبيق المعادلة أعلاه

ق ح = ق م (ع ف)^{ن}

ق ح = 10000 × 0.747 = 7470 دينار

1-القيمة الحالية للتدفقات النقدية المختلفة Present Value Affaires Of Cash Flows: لغرض احتساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها مقارنة بكلفة الاستثمار نحتاج إلى قياس القيمة الحالية لهذه التدفقات، وفي هذه الحالة نقوم بمعاملة كل تدفق نقدي بالقيمة الحالية له والمستخرجة من جداول القيمة الحالية بعد تحديد معدل الخصم، وحسب السنة التي يتحقق بها التدفق سواء كان داخل إلى المشروع أو خارج منه.

مثال:

ترغب إحدى الشركات إنجاز مشروع بكلفة 50000 دينار، وقد عرض عليها بديلين لإنجاز هذا المشروع (أ،ب) وكانت التدفقات النقدية للبديلين كما يلي:

المطلوب: احسب القيمة الحالية للتدفقات النقدية للبديلين وبين أي بديل افضل اذا علمت ان معدل الخصم 10%؟

السنة	التدفقات النقدي للبديل أ	التدفق النقدي للبديل ب
الأولى	30000	15000
الثانية	30000	15000
الثالثة	10000	40000
المجموع	70000	70000

الحل:

السنة	البديل أ	البديل ب	القيمة الحالية للتدفقات النقدية	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
			البديل أ	البديل ب
الأولى	30000	15000	27270=0.909×30000	13695 = 0.909×15000
الثانية	30000	15000	24780=0.826×30000	12390 = 0.826×15000
الثالثة	10000	40000	7510=0.751×10000	30040 = 0.751×40000
المجموع	70000	70000	59560	56125

ان أجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للبديل (أ) اكبر من أجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدي (ب) على الرغم من تساوي أجمالي التدفقات النقدية في نهاية العمر الإنتاجي للمشروع قبل احتساب هذه التدفقات بطريقة القيمة الحالية، ان الاختيار سيكون للبديل (أ) لان القيمة الحالية لهذا البديل هي 59560 دينار، وان صافي القيمة

الحالية 9560 دينار بعد طرح الناتج من كلفة الاستثمار، بينما بلغت القيمة الحالية للتدفقات النقدية للبديل (ب) 56125 دينار وان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية يبلغ 6125 دينار.

1-القيمة الحالية للدفعات السنوية المتساوية Present Value Of Annuity: في حالات كثيرة تكون التدفقات النقدية متساوية على طول عمر الاستثمار ويمكن أيجاد القيمة الحالية بعد استخدام جداول القيمة الحالية للدفعات المتساوية وبطريق مختصر.

مثال:

عرض على إدارة الشركة بديلين لتنفيذ أحد المشاريع بكلفة 10000 دينار وكان التدفق النقدي للمشروع (أ) 4000 دينار سنويا وللبديل (ب) 2500 دينار سنويا وعمر المشروع (5) سنوات وكان معدل الخصم 8%.

المطلوب: استخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية للبديلين مبينا افضل بديل لتنفيذ للاستثمار؟

القيمة الحالية للبديل أ= 4000×3.993 = 15972 دينار

القيمة الحالية للبديل ب= 3500 × 3.993 = 13975 دينار

سنختار البديل (أ) وذلك لأنه يحقق اكبر قيمة حالية للعوائد خلال خمسة سنوات.

استعمالات القيمة المستقبلية والقيمة الحالية

يمكن استعمال جداول القيمة الحالية والقيمة المستقبلية لتحيد العديد من الالتزامات المترتبة على المشروع وكما يلي:

1- تحديد الدفعة السنوية لأقساط الإطفاء (Sinking Fund): لغرض الاستعداد لتاريخ إطفاء السندات المصدرة من الشركة تقوم هذه الشركة بإعداد خطة مالية تتضمن ادخار مبلغ محدد خلال عدد من السنوات القادمة لكي تطغي السندات المصدرة من قبلها او لغرض القيام باستثمارات رأسمالية وتوسيع طاقة المشروع أو لغرض استبدال الأصول الثابتة، ويمكن تحديد مقدار المبالغ المطلوب ادخارها

من قبل المشروع لغرض تسديده مستقبلا بواسطة استخدام طريقة الفائدة المركبة وبنفس الطريقة يمكن احتساب كلفة استبدال الأصول الثابتة بعد انقضاء عمرها الإنتاجي.

مثال

تبلغ السندات الصادرة عن شركة بابل في 2010/1/1 (2000) سند بقيمة 500000 دينار بفائدة قدرها 10% وبفترة إطفاء عشر سنوات، وقد اقترح المدير المالي تخصيص مبلغ سنوي ابتداء من السنة الأولى أي في نهاية سنة 2010 لإطفاء قيمة السندات بعد انتهاء مدتها، ونظرا لوجود فرص استثمار لهذا المبلغ فيتوقع ان تحصل الشركة على فائدة قدرها 5% على المبلغ المخصص.

المطلوب: تحديد المبلغ الذي يجب على الشركة تخصيصه سنويا للوصول إلى تجميع مبلغ 500000 دينار حتى سنة 2020؟

نستخرج من الجداول في نهاية الكتاب (جدول القيمة المركبة للدفعات المتساوية) معامل الدفعات السنوية لمدة 10 سنوات وبفائدة 5% فنجد قيمته 12.578.

قيمة الدفعة السنوية = $\frac{500000}{12.578}$ = 39752 دينار المبلغ المطلوب تخصيصه كل سنة.

2- تحديد القسط السنوي لاستهلاك القروض Amortization of Loans: عند عقد اتفاقية التمويل بين المشروع والجهة المقرضة يتطلب الأمر قيام المدير المالي تحديد مقدار القسط السنوي الملتزم بتسديده إليها، ويشمل هذا المبلغ تسديد القرض والفائدة المترتبة عليه، ونستخدم أسلوب الفائدة المركبة لاستخراج قيمة القسط السنوي نظرا لمعرفتنا المسبقة بقيمة القرض وفترة التسديد ومعدل الفائدة.

مثال:

حصلت شركة ابن الهيثم على قرض بمبلغ 4000000 دينار من مصرف الرافدين لتمويل شراء معدات بفائدة 10%، وكان شروط التمويل ان يتم تسديد الأقساط السنوية في نهاية السنة، مع العلم ان مدة القرض 10 سنوات.

المطلوب: استخراج قيمة دفعة تسديد القرض؟

لغرض استخراج قيمة القسط السنوي يمكن تطبيق المعادلة التالية:

م = س (أ ع ف)^{ن}

م = مبلغ القرض

س = قيمة القسط

أ ع ف = معامل القيمة الحالية للدفعات السنوية لعدد من السنين (ن) بفائدة محددة.

الحل بالرجوع إلى الجداول المرفقة (جداول القيمة الحالية للدفعات السنوية) نجد ان المعامل = 6.145

وعند تطبيق المعادلة المشتقة **س** = $\frac{م}{أ ع ف}$

قيمة دفعة تسديد القرض = $\frac{4000000}{6.145}$ = 651 دينار تقريبا

يعني ذلك ان قيمة القسط السنوي الذي يتطلب دفعه للجهة المقرضة هو 651 دينار ويتضمن المبلغ الأصلي والفوائد المستحقة.

3- تحديد نسبة الزيادة في الأرباح الموزعة (سعر الفائدة الضمني): يتطلب الأمر أحيانا تحديد معدل الفائدة الضمني لعملية مالية أو نسبة الزيادة في الأرباح، فعند الاستثمار في الأسهم العادية يتطلب معرفة اتجاه توزيع الأرباح أي معدل النمو، ويكون خلال معرفه نسبه الزيادة في الأرباح الموزعة من قبل الشركة التي نرغب شراء أسهمها، ويمكن احتساب ذلك من خلال قسمة الأرباح الموزعة للسنة المطلوب احتساب نسبة الزيادة فيها على أرباح كل سهم في السنة الأولى المختارة كسنة أساس، وباستعمال جداول الفوائد المركبة في القائمة المرفقة، والتي تعطينا معامل الفوائد المركبة لدينار واحد تحت فائدة معينة وهي في نفس الوقت عبارة عن نسبة الزيادة في الأرباح السنوية.

مثال:

يرغب أحد المستثمرين شراء أسهم شركة الخوارزمي لإنتاج الأجهزة الإلكترونية فإذا كانت الأرباح الموزعة لعام 2015 (10) دينار، و(12.16) دينار لعام 2020.

المطلوب: تحديد نسبة الزيادة في الأرباح لأسهم الشركة المذكورة.

الحل:

من المعطيات أعلاه يلاحظ ان معامل الفائدة للقيمة المركبة أي نسبة الزيادة في الأرباح يكون بمقدار 1.216، هو حاصل قسمة الأرباح الموزعة لعام 2020 على الأرباح الموزعة لعام 2015، وبالعودة إلى جداول القائمة المرفقة التي تعطينا معامل الفوائد المركبة لدينار واحد تحت فائدة معينة لمدة خمسة سنوات، وبما ان معامل لفوائد المركبة 1.216 مقابل السنة الخامسة يقع تحت عمود الفائدة 4% فان نسبة لزيادة في الأرباح الموزعة تساوي 4%.

4- اختيار البدائل بطريقة صافي القيمة الحالية: لغرض تقييم الاستثمارات طويلة الأجل التي تتأثر بالبعد الزمني لأهداف لمستثمر، واختيار البديل الأمثل لابد من مقارنة التدفقات النقدية الواردة مع التدفقات الخارجة، وعملية المفاضلة هذه سوف تأخذ بعين الاعتبار العامل لزمني، أي التوقيتات التي تتدفق بموجبها الأموال الخارجة والداخلة إلى المشروع وذلك باستخدام أسلوب صافي القيمة الحالية، إذ يقوم هذا الأسلوب على أساس احتساب التدفقات النقدية معتمدة على جداول القيمة الحالية للنقود، لأن قيمة.

مثال:

تم عرض بديلين لإنجاز أحد المشاريع هما (أ،ب) ويتطلب الإنفاق الاستثماري لهذين المشروعين 60000 دينار.

المطلوب: اختيار أي البديلين أكثر جدوى باحتساب صافي القيمة الحالية إذا علمت ان معدل الخصم كان 10%، والتدفقات النقدية المتوقعة كانت كما يلي:

السنة	التدفقات النقدية	التدفقات النقدية
	بديل (أ)	بديل (ب)
السنة الأولى	30000	25000
السنة الثانية	30000	25000
السنة الثالثة	10000	10000
السنة الرابعة	-	10000
السنة الخامسة	-	10000
المجموع	70000	80000

ففي المثال أعلاه يمكن استخراج القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد الرجوع إلى جداول القيمة الحالية ويمكن احتساب التدفقات كما يلي:

السنة	المبلغ	القيمة الحالية للتدفقات النقدية
1	0.909×30000	28770
2	0.826×30000	24840
3	0.751×1000	7510
المجموع		61120

61120 – 60000 = 1120 دينار صافي القيمة الحالية للبديل (أ)

صافي القيمة الحالية للبديل (ب)

السنة	المبلغ	القيمة الحالية
1	0.909×25000	22725
2	0.828×25000	20700
3	0.751×10000	7510
4	0.683×10000	6830
5	0.621×10000	6210
المجموع		63975

63975-60000= 3975 دينار صافي القيمة الحالية للمشروع (ب).

إذا يتم اختيار المشروع (ب) لأن صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية له أكثر من صافي القيمة الحالية للمشروع (أ).

2-12 اختيار الاستثمارات Investments Selective

تتمثل المعطيات الأساسية للاستثمارات بالنقاط الآتية:

1- كلفة الاستثمار أو تحديد مبلغ الاستثمار المبدئي **Cost of Investment**: تتكون عادة كلفة الاستثمار من المبالغ التي تنفقها المنشآت في سبيل الحصول على السلعة أو الخدمة مضافا إليها جميع المصروفات المرتبطة بتشغيل الاستثمار أو الأصل أو المصاريف اللازمة لجعل الأصل صالحا للاستخدام. ويطلق عادة تسمية مبلغ الاستثمار المبدئي بدلا من كلفة الاستثمار أو مبلغ رأس المال المستخدم.

2- عمر الاستثمار أو فترة الحياة المفيدة للاستثمار **Investment Life**: عادة ما يتم تحديد عمر معين للاستثمار يتم من تحديد الإيرادات المتوقع استلامها والمصروفات التي يتوقع تحملها خلال العمل الإنتاجي للأصل أو السلعة، كذلك الحال بالنسبة إلى تحديد أقساط الاندثارات. وتشير بعض كتب الإدارة المالية إلى أن فترة الحياة المفيدة للاستثمار تحدد من خلال التجارب والخبرات السابقة للموجودات المقتناة وقد قسمت هذه الفترات إلى فترة حياة تشغيلية وفترة حياة تكنولوجية وفترة حياة اقتصادية وتحدد هذه الفترات حسب طبيعة الأصل وخصوصيته.

3- تحديد صافي التدفق النقدي (التدفقات النقدية الصافية) **Determining the Net Cash Flow**: من الأمور المهمة والجوهرية في تقييم المقترحات الاستثمارية هو تحديد صافي التدفقات النقدية السنوية وتحسب التدفقات النقدية الصافية من خلال الفرق بين الإيرادات التشغيلية والمصروفات التشغيلية بما فيها أقساط الاندثارات حيث يتم احتسابها من خلال قوائم الدخل المتوقع للسنوات القادمة فعادة ما تؤخذ الإيرادات أو المبيعات وتطرح منها المصروفات بما فيها الاندثارات لكي يمكن التوصل إلى صافي الدخل أو الربح قبل الضريبة ثم تحسب بعد ذلك الضريبة بالنسبة المقررة وبالتالي

يمكن التوصل إلى صافي الربح بعد الضريبة واستنادا إلى هذه الآلية في احتساب صافي الدخل المحاسبي فإنه يمكن استخدام المعادلات الآتية في معرفة التدفق النقدي:

- صافي التدفق النقدي= صافي الربح بعد الضريبة + الاندثارات
- أو صافي التدفق = الضريبة + الاندثارات

4- القيمة المتبقية Residual Value: عادة ما تبقى في نهاية عمر الاستثمار قيمة متبقية بفعل التصرف في الاستثمار بالبيع أو تقديرا لقيمته في نهاية العمر متبقية في نهاية العمر الإنتاجي. وقد لا تبقى أية قيمة متبقية في نهاية الفترة وقد يحصل بقاء قيمة متبقية في نهاية المشروع ففي هذه الحالة يجب اخذ هذه القيمة المتبقية بنظر الاعتبار ضمن التدفقات النقدية الداخلة للمنشأة. مع مراعاة نسبة الضريبة المقررة على هذه القيمة بتعبير أخر إذا كانت هناك قيمة متبقية لأي استثمار يجب خصم الضريبة قبل إضافة هذه القيمة كإيرادات فترة مالية من عمر المشروع الاستثماري.

مثال:

مشروع استثماري كلفته (240) ألف دينار وفترة حياته المفيدة تقدر بـ(6) سنوات وكانت الإيرادات والمصروفات للسنوات الستة القادمة كما في الجدول أدناه (المبالغ بالالاف) علما بأن المنشأة تتبع طريقة القسط الثابت في احتساب الاندثارات.

السنوات	الإيرادات الإضافية	المصروفات الإضافية
1	210	140
2	350	230
3	550	370
4	440	290
5	300	200
6	200	140

المطلوب: احتساب الفائض النقدي (صافي التدفق النقدي) على افتراض أن الضريبة تحسب بنسبة 50%.

الحل:

قبل البدء بتحديد صافي التدفق النقدي يجب ملاحظة ما إذا تم ذكر طريقة احتساب الاندثار فـإن ذلك يعني أن الاندثار ليس محسوبا من ضمن المصروفات وعليه يجب إضافته إلى المصروفات.

قسط الاندثار السنوي = $\frac{240000}{6}$ = 40000 دينار

السنوات	الإيرادات	المصروفات		صافي الربح الضريبة	الضريبة (50%)	صافي الربح بعد الضريبة	التدفقات النقدية الصافية
		المبلغ	الاندثار				
1	210	140	40	30	15	15	55
2	350	230	40	80	40	40	80
3	550	370	40	140	70	70	110
4	440	290	40	110	55	55	95
5	300	200	40	60	30	30	70
6	200	140	40	20	10	10	50
المجموع							460

الفائض النقدي = - مبلغ الاستثمار المبدئي + مجموع التدفقات النقدية الصافية

= -240 +260 = 220 الف دينار

ويعني هذا أن التدفقات النقدية الأتية إلى المنشأة أعـلى مـن مبلـغ الاسـتثمار المبـدئي. ومـن أجـل تقييم المشروعات الاستثمارية لابد من استخدام نوعين من الطرق:

1- الطـرق التقليديـة Traditional Methods: هنالـك معيـارين يسـتخدمان في تقيـيم المقترحـات الاستثمارية:

أ- معـدل العائـد عـلى الاسـتثمار Return on Investment: ويسـتخدم هـذا المعيـار في انتقـاء المشروعات الاستثمارية التي تحقق عائدا استثماريا أفضل مما هو متوقع من قبـل المنشـأة ويـتم استخراجه وفقا للصيغة الاتية:

$$\text{معدل عائد الاستثمار} = \frac{\frac{\text{مجموع التدفقات النقدية}}{N}}{\text{متوسط مبلغ الاستثمار المبدئي}} \times 100$$

حيث N= عدد السنوات

فلو نأخذ معطيات المثال السابق نجد أن عائد الاستثمار المبدئي يحسب كالاتي:

$$= 100 \times \frac{\frac{50+70+95+110+80+55}{6}}{\frac{240}{2}} =$$

$$\% \ 63.88 = 100 \times \frac{76.66}{120} = \frac{\frac{460}{6}}{120} =$$

وتتنم مقارنة هذا المعدل مع سعر الفائدة السائدة في السوق المالية فإذا كان المعدل أقل من سعر الفائدة السائد في السوق المالية فإن المنشأة يجب أن تستثمر أموالها في مجالات أخرى غير المشروعات الاستثمارية، وإذا كان المعدل أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق المالية فإن المشروعات الاستثمارية تكون مربحة.

ب- مدة استرجاع رأس المال المستثمر Pay-back Period: تستخدم هذه المدة للمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية وبخاصة ذات المدد القليلة فكل مشروع استثماري يسترجع من خلال مبلغ الاستثمار المبدئي خلال فترة قصيرة فإنه يفضل على بقية المشروعات المنافسة له، وكل مشروع استثماري تكون مدة استرجاع رأسماله المبدئي أكبر من بقية المشروعات فإنه يرفض أمام المشروعات المنافسة له.

ولأجل توضيح ذلك فإن مدة استرجاع رأس المال المستثمر تحسب في حالتين إذا كانت التدفقات النقدية السنوية متساوية ففي هذه الحالة تكون مدة استعادة رأس المال المستثمر كما يلي:

$$\frac{\text{مبلغ الاستثمار}}{\text{التدفق النقدي السنوي}} = \times\times \ \textbf{سنة (المدة)}$$

فلو كان مبلغ الاستثمار المبدئي 2500 دينار وصافي التدفق النقدي السنوي 500 دينار فإن مدة استرجاع رأس المال تحتسب كما يلي:

$$\frac{2500}{500} = 5 \ \textbf{سنوات}$$

وإذا كان مبلغ الاستثمار المبدئي 3000 دينار وصافي التدفق النقـدي 600 دينـار فـإن مـدة اسـترجاع رأس المال المستثمر هي:

$$\frac{3000}{600} = 5 \text{ سنوات}$$

وإذا كان مبلغ الاستثمار المبدئي 3500 وصافي التدفق النقدي 800 فإن مدة رأس المال المستثمر هي:

$$\frac{3500}{800} = 4.3 \text{ سنة}$$

=0.3 × 12 شهرا = 3.6 شهرا

0.6 × 30 يوم = 18 يوما

فترة الاسترداد = 4 سنة + 0.3 شهر + 0.6 يوما = 4.3.16 سنوات

في الحالة الثانية تحسب مدة استرداد رأس المال المستثمر إذا كانت التدفقات النقدية غير متساوية ففي هذه الحالة تؤخذ التدفقات النقدية غير المتساوية بنظر الاعتبار لأنه يتم تراكمهـا ابتـداءا مـن السـنة الأولى وحتـى نهايـة عمـر المشروع، وبالتـالي يمكـن معرفـة مبلـغ الاسـتثمار المبـدئي أيـن يقـع بـين السـنتين المحددتين خلال العرض الاستثماري.

مدة استرداد رأس المال المستثمر= عدد السنوات التي تغطي الاستثمار المبدئي + $\frac{\text{الاستثمار المبدئي} - \text{الحصيلة النقدية للسنوات السابقة}}{\text{الحصيلة النقدية للسنوات اللاحقة} - \text{الحصيلة النقدية للسنوات السابقة}}$

فلو أخذنا نفس معطيات المثال السابق فـيما يتعلـق بالتـدفقات النقديـة لمشروع اسـتثماري يبلـغ إجمالي رأس المال المستثمر فيه 240 الف دينار وفترة حياته المفيدة 6 سنوات فإن مـدة اسـترداد رأس المـال المستثمر تحسب كما يلي (علما أن المبالغ بالألاف):

السنوات	التدفقات النقدية	التدفقات النقدية المتراكمة
1	55	55
2	80	135
3	110	مدة الاسترداد
		245
4	95	340
5	70	410
6	50	460

اذ ان مدة الاسترداد تحسب كما يلي:

= 2 سنة + $\frac{135-240}{135-245} = 2 + \frac{105}{110}$

= 2 + 0.95 × 12 شهر

= 2+ 11.4 شهر

=2+11 شهر + 0.4 ×30 يوما

= 2 سنة + 11 شهر +12 يوما

ومما يؤخذ على هذين المعيارين أنهما لا يأخذان بنظر الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وهو العنصر المهم في تقييم المشروعات الاستثمارية حيث يجب أن يؤخذ بنظر الاعتبار لغرض معرفة اقيام تلك التدفقات وتوزيعها ولذلك لابد من الانتقال إلى معايير أخرى تأخذ بنظر الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

2- الطرائق الحديثة(طرائق انتقاء الاستثمارات باستخدام معدل الخصم) Modern Methods: هنالك ثلاث طرق تستخدم في عملية انتقاء الاستثمارات ومن هذه الطرق ما يلي:

أ- طريقة مدة الاسترداد رأس المال المستثمر: وتستخدم هذه الطريقة بنفس أسلوب الطريقة التقليدية إلا أنه يؤخذ بنظر الاعتبار سعر الخصم أو معدل الخصم.

فلو أخذنا معطيات المثال السابق لتوصلنا إلى مدة استرداد رأس المال المستثمر وفق الصيغة الآتية (المبالغ بالألاف):

البيان	الاستثمار المبدئي	تشغيل الاستثمار					
		1	2	3	4	5	6
التدفقات النقدية	240						
معدل الخصم 10%		55	80	110	95	70	50
معاملات الخصم		$(1.10)^{-1}$	$(1.10)^{-2}$	$(1.10)^{-3}$	$(1.10)^{-4}$	$(1.10)^{-5}$	$(1.10)^{-6}$
التدفقات النقدية المخصومة (الحالية)		0.909	0.826	0.751	0.683	0.620	0.564
التدفقات النقدية الحالة المتراكمة		50	66.1	82.6	64.9	43.5	28.2
التدفقات النقدية المتراكمة		50	116.1	198.7	263.6	307.1	335.3

في هذا المثال تقع مدة استرداد رأس المال المستثمر بين السنة الثالثة والسنة الرابعة ويمكن استخراج هذه المدة على وجه الدقة من خلال المعادلة الاتية:

$$\text{مدة استرجاع رأس المال المستثمر} = \text{عدد السنوات التي لاتغطى رأس المال المستثمر} + \frac{\text{مبلغ الاستثمار المبدئي} - \text{الحصيلة النقدية للسنة السابقة}}{\text{الحصيلة النقدية للسنة اللاحقة} - \text{الحصيلة النقدية للسنة السابقة}}$$

$$= 3 + \frac{198.7-240}{198.7-263.6} =$$

=3 سنوات +0.636 × 12 شهر

=3 سنوات + 7أشهر × 0.63 ×30 يوم

=3 سنوات + 7 أشهر + 18 يوم

وبناءا على هذه الطريقة فإنه يمكن قبول أو رفض المشروع الاستثماري فقد يقبل المشروع الاستثماري من بين مشروعات منافسة له إذا كانت مدة استرداد رأس المال المستثمر فيه أقل من بقية المشروعات المنافسة له ويرفض المشروع الاستثماري إذا كانت مدة استرداد رأس المال المستثمر فيه أعلى من بقية المشروعات الاستثمارية المنافسة له.

ب- طريقة صافي القيمة الحالية Net Present Value Method (NPV): وهي الفرق بين مجموع التدفقات النقدية الحالية خلال فترة حياة الاستثمار وبين مبلغ رأس المال المستثمر المبدئي ويستخرج صافي القيمة الحالية وفقا للمعادلة الآتية:

صافي القيمة الحالية = - رأس المال المستثمر المبدئي + مجموع التدفقات النقدية المخصومة أو الحالية وتستخدم هذه الطريقة في الاستثمارات ذات المدد الطويلة أي من 5 سنوات فأكثر فإذا ما أخذنا المثال السابق فإنه يمكن التوصل إلى استخراج صافي القيمة الحالية كما يلي:

السنوات	صافي التدفقات النقدية	معاملات الخصم بمعدل 10%	صافي التدفقات الحالية (المخصومة)
صفر	-240	1.0	-240
1	55	0.909	+50
2	80	0.826	+66.1
3	110	0.751	+82.6

السنوات	صافي التدفقات النقدية	معاملات الخصم بمعدل 10%	صافي التدفقات الحالية (المخصومة)
4	95	0.683	+64.9
5	70	0.620	+43.5
6	50	0.564	+28.2
المجموع			95.3

تستخدم القيمة الحالية (NPV)= - 240 + (50+ 66.1+ 82.6+ 64.9+ 43.5+ 28.2) = 95.3 دينار

تستخدم هذه الطريقة كمعيار لقبول المشروعات الاستثمارية المتنافسة فيمكن قبول أي مشروع استثماري يكون فيه صافي القيمة الحالية أعلى من بقية المشروعات الاستثمارية الأخرى. ويمكن رفض المشروع الاستثماري الذي يكون فيه صافي القيمة الحالية أقل من بقية المشروعات الاستثمارية الأخرى.

جـ- معدل الربحية الداخلية (معدل العائد الداخلي) (ROI) Method: ويقصد به المعدل الذي يتساوي فيه صافي التدفقات النقدية (صافي القيمة الحالية) مع مبلغ الاستثمار المبدئي. بتعبير أخر هو المعدل الذي تتساوي فيه التدفقات النقدية السنوية المخصومة أو الحالية مع مبلغ الاستثمار المبدئي أي أن صافي القيمة الحالية يصبح صفرا عند هذا المعدل إذا تم الخصم بموجبه.

معد العائد الداخلي= - مبلغ الاستثمار المبدئي + التدفقات النقدية الصافية المخصومة أو الحالية

وهو أشبه ما يكون بنقطة التعادل Break – Even Point ويستخدم هذا المؤشر كمعيار لقبول المشروعات الاستثمارية أو رفضها فإذا كان المعدل المستخرج أعلى من سعر الفائدة السائد في السوق المالية فإن المشروع يقبل وإذا كان أقل فإنه يرفض لكن يؤخذ على هذا المؤشر بأن إجراءات استخراجه طويلة ففي المثال السابق الذي يبلغ فيه مبلغ الاستثمار المبدئي 240 الف دينار ولمدة 6 سنوات والتدفقات النقدية الصافية هي كما يلي (المبالغ بالألاف):

التدفقات النقدية الصافية	السنوات
55	1
80	2
110	3
95	4
70	5
50	6

لقد تبين من خلال حل المثال بطريقة صافي القيمة الحالية التي كان فيها معدل 10% أن صافي القيمة الحالية هو 95.3 ولكن عندما نريد أن نستخدم معدل العائد الداخلي علينا اختيار معدل أعلى لتحويل صافي التدفقات النقدية السنوية إلى قيمة أقل من قيمتها الحالية وبالتالي فإن صافي القيمة الحالية يتجه نحو الصفر فكلما تم اختيار معدل أعلى كلما انخفض رقم صافي القيمة الحالية باتجاه الصفر وباتجاه سالب وذلك نتيجة انخفاض التدفقات النقدية المخصومة وعليه فلا بد أن نجرب معدلا أعلى من معدل 10% كأن يكون 15% فإذا لم يكن فيه صافي القيمة الحالية صفراً علينا تجريب معدل أعلى كأن يكون 20% أو 25% إلى أن نحصل على قيمتين متقاربتين جدا من الصفر أحدهما موجبة والأخرى سالبة عندها يمكن استخراج معدل العائد الداخلي من خلال المعادلة التالية:

$$\textbf{معدل العائد الداخلي} = \textbf{الفرق بين المعدلين} \times \frac{\text{صافي القيمة الحالية الموجبة}}{\text{الفرق بين القيمة الحالية الموجبة و السالبة}} \times 100$$

فلو أخذنا معطيات المثال السابق فإن معدل الربحية الداخلية سوف يستخرج وفق الصيغة الآتية (المبالغ بالألاف):

السنوات	صافي التدفقات النقدية	معدل الخصم 20%		معدل الخصم 25%	
		معاملات الخصم	صافي التدفقات النقدية الحالية	معاملات الخصم	صافي التدفقات النقدية الحالية
صفر	-240	1.0	-240	1.0	-240
1	55	0.833	+45.8	0.800	+44
2	80	0.694	+55.5	0.64	+51.2
3	110	0.579	+63.6	0.512	+56.3
4	95	0.482	+45.7	0.410	+38.9
5	70	0.402	+28.14	0.328	+23.0
6	50	0.335	+16.7	0.262	13.1
		المجموع 15.7+ (NPV)		المجموع 13.5- (NPV)	

يتضح من هذا المثال أن المعدل الذي يصبح فيه صافي القيمة الحالية صفرا ينحصر بين معدلي 20% و25% وبافتراض أن صافي القيمة الحالية ينحصر نسبيا بين المعدلين المذكورين لذلك علينا أن نستخرج معدل العائد الداخلي على وجه الدقة من خلال إزالة التداخل بين المعدلين وهذا يتم عن طريق الفرق بين المعدلين وهو 5%وكذلك يؤخذ بنظر الاعتبار الفرق بين القيمتين الحاليتين لهذا فإن التداخل يحسب كما يلي:

القيمة الحالية الموجبة– القيمة الحالية السالبة = 15.7 – (-13.5) = 15.7+13.5= 29.2

$$25\% - 20\% = 5\%$$

$$5\% \times \frac{15.7}{29.2} \times 100 = 2.68\%$$

معدل العائد الداخلي $20\% + 2.68\% = 22.68\,\%$

وتستخدم طريقة معدل الداخلي وفقا لما يأتي:

1- معيار لرفض كل مشروع يكون فيه معدل العائد الداخلي أقل من كلفة رأس المال أو معدل الفائدة أو المعدل المطلوب من قبل المنشأة ففي هذه الحالة يرفض ذلك المشروع.

2- معيار لاختيار من بين مشروعين استثماريين حيث يتم اختيار المشروع الذي يكون فيه معدل العائد الداخلي أعلى من الآخر ولكن يؤخذ بنظر الاعتبار مدى ارتفاع هذا المعدل عن المعدلات القياسية وهي كلفة رأس المال ومعدل فائدة السوق المالية.

ومن مزايا هذه الطريقة:

إنها تتعلق بالمعطيات الفنية للمشروع موضوع الدراسة وبالمشروع نفسه دون غيره بينما طريقة صافي القيمة الحالية تتطلب بالإضافة إلى الصفات الفنية معطيات اقتصادية أخرى كأسعار الفائدة ومعدلات التضخم.. الخ.

ومن بين عيوب هذه الطريقة: أنها مطولة وتحتاج إلى حسابات كثيرة لغرض التوصل إلى احتساب معدل العائد الداخلي.

أسئلة وتمارين الفصل الثاني عشر

1. ماهي مفاهيم القيمة الزمنية للنقود؟
2. عرف الفوائد البسيطة والمركبة، وكيف يتم أحتسابها؟
3. ماهي القيمة المستقبلية، وكيف يتم احتسابها؟
4. عرف القيمة الحالية، وماهي أنواعها، وكيف يتم احتسابها؟
5. كيف يتم استعادة، القيمة الحالية والقيمة المستقبلية؟
6. كيف يتم اختيار المشروعات الاستثمارية؟
7. ماهي طرائق انتقاد الاستثمارات باستخدام معدل الخصم؟ وماهي مزايا كل منها وعيوبه؟
8. وضح المقصود بالقيمة الزمنية للنقود وما هو تأثيرها على القيمة المستقبلية للاستثمارات؟
9. احسب قيمة مبلغ تم استثماره بفائدة مركبة بنسبة 8% لمدة 6 سنوات؟
10. لنفرض ان المبلغ المستثمر يبلغ 20000 دينار استثمر بفائدة مركبة نسبتها 6% لفترة غير محددة، والمطلوب : - احسب بعد كم سنة سيصبح المبلغ المستثمر 30000 دينار؟
11. جد معدل الفائدة السنوي المركب اذا كان سعر الفائدة الاسمي 10% مركبا لمدة سنتين، كل نصف سنة، استثمار غير محدد؟
12. اقتراض احد المستثمرين مبلغ 200000 دينار بسعر فائدة مركب سنوي بنسبة 6% على أن يكون التسديد خلال 20 سنة. والمطلوب : - استخراج الدفعات الشهرية اللازمة للإيفاء بسداد هذا القرض في المدة الزمنية المذكورة؟

الفصل الثالث عشر

كلفة رأسمال Capital Cost

الفصل الثالث عشر

كلفة رأسمال Capital Cost

في هذا الفصل سنتناول مفهوم كلفة رأسـمال وطـرق قياسـها واسـتخدامات هـذا المفهـوم كمعيـار لاتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار. تعرف كلفة رأس المال: بأنها الكلفة المرجحة preferred Cost لكل مصدر من مصادر التمويل ومن هنا يتضح أن تمويل المنشآت يتأتى مـن مصـادر متعـددة لكـل مصـدر منها كلفة معينة قد تختلف عن مصادر التمويل الأخرى مثل كلفـة معينـة لحقـوق الملكيـة وكلفـة معينـة للقروض أو الديون فإذا جمعنا كلفة كل مصدر ورجحنا تلك الكلفة بما يتناسب مع حصـة كـل مـن مصـدر من مصادر التمويل فإننا نحصل على الكلفة الإجماليـة المرجحـة لرأسـمال وتسـتخدم كلفـة رأسـمال عـادة كمعيار لقبول أو رفـض المشروعـات الاسـتثمارية حيـث يـتم حسـاب كلفـة جميـع مصـادر التمويـل التـي تستخدمها المنشأة.

1-13: حساب عناصر التمويل Funding Cost

يتم حساب كلفة رأس المـال لكـل مصـدر مـن مصـادر التمويـل وبشـكل منفـرد لـكي نـتمكن مـن الوصول إلى حساب الكلفة الإجمالية المرجحة لتلك المصادر وهذه المصادر هي:

1- القروض أو الديون طويلة الأجل/ السندات Long – Term Loans or Debts
2- الأسهم الممتازة Preferred Stock
3- الأسهم العادية Common Stock
4- الأرباح المحتجزة Retained Earning

وفيما يلي طرائق حساب كلفة رأس المال لكل مصادر من مصادر التمويل.

1. كلفة القروض (الديون) Debts Cost: يمكن تعريف كلفة القـروض أو الـديون بأنهـا معـدل العائـد المتوقع من قبل الدائنين أو المقترضين والقروض عادة ما تشـمل القـروض طويلـة الأجـل وقـد تكـون الديون محددة بفترة زمنية أو قروض مستمرة.

أ- كلفـة القـروض المسـتمرة Ongoing Loans Cost: ويمكـن تعريـف القـروض المسـتمرة: بأنهـا الديون التي تبقى بذمة المنشأة بشـكل دائـم ولا تسـدد خـلال الحيـاة الإنتاجيـة للمنشـأة مثـل السندات الدائمية والقروض المتجددة وهذا النوع لا يستعمل كثيرا في البلدان الناميـة لأن غالبيـة القروض تحدد لفترة زمنية معينة مهما طالت مدة القرض.

وهناك عناصر تدخل في حساب كلفة هذا النوع من القروض هي:

1- سعر الفائدة الذي يحدد في شكل نسبة مئوية القرض.

2- أن الفوائد تعفى من الضرائب بإعتبارها عنصرا من عنـاصر كلفـة الإنتـاج وتعامـل معاملـة بقيـة النفقات.

3- أن هذا النوع من الديون يتم إصداره بأسعار مختلفة مثل :

أ- السعر الاسمي وهو السعر الذي يتم فيه شراء السند من قبل المشتري.

ب- السعر المخصوم وهو السعر الذي يقل بنسبة معينة عن السعر الاسمي للسند.

ت- السعر الاسمي مضافا إليه نفقات الإصدار (نفقات البيع والترويج والعمولات).

ويمكن حساب كلفة القروض المستمرة وفقا للمعادلات الاتية:

$$\text{الكلفة قبل الضريبة} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة سنويا}}{\text{سعر بيع السندات}} \times 100$$

$$\text{الكلفة بعد الضريبة} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة سنويا}}{\text{سعر بيع السندات}} \times (1 - \text{نسبة الضريبة})$$

مثال:

حصلت إحدى المنشآت على قرض مستمر قيمته 200000 دينار وبسعر فائدة 10% علما أن نسبة الضريبة المفروضة على المنشأة هي 50%.

المطلوب: ماهي كلفة القرض بافتراض أنه تم إصدار السندات بموجب الأسعار الأتية:

السعر الاسمي، سعر الخصم 10%، سعر إضافي 10%، علما أنه لا توجد نفقات إصدار لذلك القرض.

الحل:

1- الإصدار بالسعر الاسمي:

كلفة القرض قبل الضرائب = $\frac{20000}{200000} \times 100 = 10\%$

كلفة القرض بعد الضرائب = $\frac{20000}{200000} \times (1-0.50) = 5\%$

2- الإصدار بسعر خصم 10%:

كلفة القرض قبل الضريبة = $\frac{20000}{200000} \times 100 = 11.1\%$

كلفة القرض بعد الضريبة = $11.1\% \times (1-0.50)$

$= 5.5\%$

3- الإصدار بسعر إضافي 10%:

كلفة القرض قبل الضريبة = $\frac{20000}{220000} \times 100 = 9\%$

كلفة القرض بعد الضريبة = $9\% \times (1-0.50) = 4.5\%$

ب- كلفة القروض المستردة Time – Specific Loans: وهذا النوع من القروض يشكل التزاما على المنشأة ويجب تسديده خلال فترة زمنية محددة واستنادا إلى هذا النوع من القروض يجب الأخذ بنظر الاعتبار دفع المبلغ الأصلي الذي اقترضته المنشأة ويكون دفع المبالغ الأصلي بإحدى طريقتين:

23) الطريقة الأولى: على شكل دفعة واحدة في موعد الاستحقاق.

24) الطريقة الثانية: على شكل أقساط متساوية.

ويمكن حساب القروض المستردة وفقا للمعادلة الاتية :

$$\text{كلفة القروض المستردة} = \frac{\frac{\text{الفوائد السنوية}+\text{قيمة الدين عند انتهاء المدة}-\text{سعر بيع السندات}}{\text{مدة الدين}}}{\frac{\text{قيمة الدين عند انتهاء المدة}+\text{سعر بيع السندات}}{2}} \times 100$$

مثال:

أصدرت أحدى المنشآت سندات قيمتها الاسمية 1000 دينار وتستحق الدفع بعد 10 سنوات ومن المتوقع بيع السندات بالقيمة الاسمية إلا أن هناك نفقات إصدار بقيمة 4% من القيمة الاسمية علما أن نسبة الضريبة 50%.

المطلوب: حساب كلفة القرض إذا علمت أن معدل الفائدة على السندات 1%.

الحل:

1- كلفة الدين قبل الضريبة: $= \frac{\frac{(960-1000)+100}{\text{10 سنوات}}}{\frac{960+1000}{2}} \times 100 = 10.6$ %

2- كلفة القرض بعد الضريبة: = 10.6% × (1-0.50) = 5.3%

2. كلفة الأسهم الممتازة Preferred Stock Cost: تعتبر الأسهم الممتاز مصدرا من مصادر التمويل الذي يجمع بين خصائص الديون والأسهم العادية وتشترك الأسهم الممتازة مع الديون في أنها تشكل التزاما ماليا ثابتا على المنشأة حيث تلتزم عادة المنشآت المصدرة للأسهم الممتازة بتوزيع نسبة معينة من الأرباح في كل عام أما في حالة التصفية فإن حملة الأسهم الممتازة يتمتعون بحق الحصول على مساهمتهم في المنشأة قبل حملة الأسهم العادية إلا أنه من المتعارف عليه أن تكون المدة الزمنية للاسهم الممتازة غيره محددة كذلك لا تلتزم المنشاة بشراء الأسهم الممتازة من حملتها إلا إذا نصت شروط الإصدار على غير ذلك. ويمكن حساب كلفة الأسهم الممتازة عن طريق المعادلة الاتية:

$$\text{كلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة}}{\text{سعر السهم الممتاز}(1-\text{نفقات إصدار الأسهم})} \times 100$$

25) سعر السهم الممتاز من حيث كونه مباعا بعلاوة أو خصم

26) أرباح السنوية الموزعة: القيمة الاسمية × الأرباح

مثال

أصدرت أحدى المنشآت أسهم ممتازة تربح 10% سنويا. وسعر السهم الاسمي 100 دينار وقدرت نفقات الإصدار 5% من سعر البيع المتوقع فإذا تم بيع السهم كما يلي:

1- بالسعر الاسمي

2- بزيادة 10% من السعر الاسمي

3- بخصم مقداره 5%

المطلوب: ماهي كلفة السهم الممتاز؟

الحل:

1- في حالة إصدار السهم بالسعر الاسمي

الأرباح السنوية الموزعة = 100× 10% = 10 دينار

$$\text{كلفة الأسهم الممتازة} = \frac{10}{(5\%-1)100} \times 100 = 10.5\ \%$$

2- في حالة إصدار السهم بزيادة 10% من السعر الاسمي:

$$\text{كلفة الأسهم الممتاز} = \frac{10}{(0.05-1)110} \times 100 = 9.5\ \%$$

3- في حالة بيع الأسهم الممتازة بخصم مقداره 5% من السعر الاسمي :

$$\text{كلفة الأسهم الممتازة} = \frac{10}{(0.05-1)95} \times 100 = 11.1\%$$

أن كلفة الأسهم الممتاز تشبه إلى حد بعيد كلفة الديون إلا أن الفرق بينهما هو أن كلفة الديون تحسب بعد الضريبة بينما كلفة الأسهم الممتازة تحسب قبل الضريبة وذلك لأن الفوائد على الديون يجوز معاملتها كنفقة ويتم خصمها من المبالغ التي تخضع للضريبة بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من النفقات.

3-كلفة الأسهم العادية Common Stock Cost: يمكن حساب كلفة الأسهم العادية باستخدام إحدى الطريقتين:

أ- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية

ب- طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم

ونظرا لأن الطريقة الثانية غير دقيقة وغير واقعية لذا يفضل استخدام الطريقة الأولى وبموجب هذه الطريقة (طريقة الأرباح الموزعة) يتم حساب كلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة الآتية:

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \left[\frac{\text{الارباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{(1−كلفة اصدار السهم)}} + \text{الزيادة المتوقعة في الارباح الموزعة للسهم}\right] \times 100$$

مثال:

وزعت إحدى الشركات الصناعية أرباحا مقدارها دينار واحد لكل سهم عادي ومن المتوقع أن تنمو تلك الأرباح بمقدار 6% سنويا، علما أن سعر السهم في السوق هو 25 دينار.

المطلوب: ماهي كلفة الأسهم على الشركة؟

الحل: في حالة عدم وجود معلومات عن كلفة إصدار الأسهم فإننا نستخدم المعادلة التالية:

$$= \frac{1}{25} + \%6 = \%10$$

ويمكن استخدام طريقة الأرباح الموزعة لمعرفة القيمة السوقية المتوقعة للسهم في سنوات مختلفة كما هو موضح في المعادلة الآتية :

$$\text{القيمة السوقية المتوقعة} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم+الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{كلفة الأسهم العادية−الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}}$$

فإذا استخدمنا المعلومات المتوفرة بالمثال السابق فإننا يمكن أن نحسب القيمة السوقية المتوقعة للسهم في سنوات مختلفة وكما يلي:

$$\text{السعر المتوقع في نهاية السنة الأولى} = \frac{1.06}{6\%-\%10} = 26.5 \text{ دينار}$$

$$\text{السعر المتوقع في نهاية السنة الثانية} = \frac{1.12}{\%6-\%10} = 28 \text{ دينار}$$

4- كلفة الأرباح المحتجزة Retained Earnings Cost: وهي كلفة الفرصة البديلة والمتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين حيث تقوم المنشأة باحتجازها لحين إليها وتعادل كلفة الفرصة البديلة تلك الأرباح التي تم احتجازها أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح. وهنالك بديلان لاحتجاز الأرباح:

أ- توزيع الأرباح على المساهمين بنسبة معينة ويقوم كل مساهم باستثمار تلك العوائد.

ب- تستطيع الشركة نفسها استثمار تلك الأرباح في استثمارات خارجية وتحصل بالتالي على عائد معين من ذلك الاستثمار.

- الطريقة الأولى: تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين
- الطريقة الثانية: تعتمد على عائد الاستثمار الخارجي

فبالنسبة للطريقة الأولى: (التي تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين): تكون كلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

1- افتراض عدم وجود ضرائب وعمولات:

$$\text{كلفة الأرباح المحتجزة} = \text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}$$

كلفة الأرباح المحتجزة: تعتمد على وجود ضرائب وعمولات

كلفة الأسهم العادية: تعتمد على عدم وجود ضرائب وعمولات

2- افتراض وجود ضرائب وعمولات: فان كلفة الأرباح المحتجزة هي:

كلفة الأرباح المحتجزة = كلفة الأسهم ×(1- نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون على الأرباح) (1-النسبة المئوية للعمولات)

أو :

كلفة الأرباح المحتجزة= كلفة الأســـهم العادية =[$\frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$ + الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة لكل ســهم] (1- نســبة الضــريبة على الأرباح (1- نســبة الضريبة على الأرباح) (1- النسبة المئوية للعمولات)

مثال:

يباع السهم العادي لأحدى الشركات في السوق بمبلغ 100 دينار وترغب الشركة بإصدار أسهم جديدة لزيادة رأسمالها مبلغ 100000 دينار. ومن المتوقع أن يكون عائد كل سهم مباع مساويا لقيمته السوقية، وكلفة الإصدار تبلغ 5%. فإذا كانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد تبلغ 4.750 دينار ومن المتوقع أن تزيد الأرباح المتوقعة بنسبة 6% سنويا علما أن نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون هي 30% ونسبة العمولة هي3%.

المطلوب: حساب ما يلي:

1- كلفة الإصدار الجديد للأسهم العادية

2- كلفة الأرباح المحتجزة.

الحل: كلفة الأرباح المحتجزة

1- كلفة الأسهم العادية = $\frac{4.750}{(0.05-1)100} + 0.06 = \%11$

2- كلفة الأرباح المحتجزة = 11% (1-30%) (1-0.03)

= 11% × 0.70 × 0.97 = 7.5%

أما بالنسبة للطريقة الثانية وهي الطريقة التي تتعلق بالاستثمارات الخارجية للأرباح فإنها تعتمد أساسا على نسبة الضريبة المفروضة على حملة الأسهم والصعوبة الكبيرة التي تعترض هذه الطريقة هي صعوبة تقدير النسب المختلفة للضريبة لكل مساهم ومن ثم تجعل استخدام هذه الطريقة أمراً غير ممكناً.

2-13 الكلفة المرجحة للأموال: Preferred Cost of Cash Money

الكلفة الإجمالية للأموال هي عبارة عن متوسط الكلفة المرجحة للأموال والمقصود بكلمة مرجحة هنا هو الحصة النسبية Relative Proportion لكل عنصر من عناصر

التمويل الهيكل الكلي للتمويل ومن ثم يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزنا معينا مقابل مصادر التمويل الأخرى. وعند إجراء عملية الترجيح فإنه يمكن استخدام الطرائق الآتية:

1- الترجيح باستعمال القيمة السوقية Preference by Using Market Value.

2- الترجيح باستعمال الأوزان التاريخية السابقة (الحدية) Preference by Using Historical Weights.

ويقصد بالقيمة السوقية المرجحة: قيمة كل عنصر من عناصر التمويل في السوق وخاصة القيمة السوقية للأسهم بمختلف أنواعها والسندات حيث تتعرض لتقلبات في قيمتها السوقية.

27) أما المقصود بالقيمة الدفترية المرجحة: فهي وزن كل عنصر من عناصر التمويل على أساس قيمته التاريخية في سجلات المنشأة.

28) أما الترجيح باستعمال الأوزان التاريخية فهي: الأوزان النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل في رأسمال المنشأة الحالي.

29) أما الأوزان الحدية: فهي النسبة المئوية للعناصر المختلفة للتمويل والتي تنوي المنشأة الحصول عليها أو إضافتها إلى رأسمال.

وفيما يلي أمثلة لتوضيح حساب كلفة رأس المال بموجب الطرائق المشار إليها سابقا.

مثال (1):

مصدر التمويل	المبلغ	كلفة المصدر
الديون	300	4.8% بعد الضريبة
الأسهم الممتازة	200	10.5%بعد الضريبة
الأسهم العادية	400	14.6% بعد الضريبة
الأرباح المحتجزة	100	14% بعد الضريبة
المجموع	1000	

المطلوب: حساب متوسط الكلفة المرجحة للأموال؟

حل المثال: بطريقة القيمة الدفترية

المصدر (1)	المبلغ (2)	النسبة المئوية (3)	كلفة المصدر (4)	الكلفة المرجحة (5) = (3×4)
الديون	300	%30	%4.8	%1.44
الأسهم الممتازة	200	%20	%10.5	%2.1
الأسهم العادية	400	%40	%14.6	%5.84
الأرباح المحتجزة	100	%10	%14	%1.4
المجموع	1000	%100		%10.78

متوسط الكلفة المرجحة للأموال = النسبة المئوية لكل مصدر × كلفة المصدر الواحد = 10.78 %

مثال (2): من البيانات الواردة في المثال السابق.

المطلوب: حساب متوسط الكلفة المرجحة باستخدام طريقة القيمة السوقية وعلي افتراض أن القيمة السوقية لمصادر التمويل كانت كما يلي :

المصدر	القيمة السوقية
الديون	270
الأسهم الممتازة	230
الأسهم العادية	650
الأرباح المحتجزة	100
المجموع	1250

حل المثال: بطريقة القيمة السوقية

متوسط الكلفة المرجحة للأموال (بطريقة القيمة السوقية)= القيمة السوقية لكل مصدر ×كلفة المصدر

المصدر (1)	القيمة السوقية (2)	كلفة المصدر (3)	متوسط الكلفة الإجمالية 3×2=(4)
الديون	270	%4.8	12.96
الأسهم الممتازة	230	%10.5	24.15
الأسهم العادية	650	%14.6	94.90
الأرباح المحتجزة	100	%14	14.00
المجموع	1250		146.10

الكلفة المرجحة للأموال حسب القيمة السوقية:

$$= \frac{146.010}{1250} \times 100 = \%11.7$$

مثال (3):

ترغب المنشأة في المثال السابق بزيادة رأسمالها بمقدار 500 (ألف دينار) للتوسيع في المصانع القائمة حاليا وقدرت المنشأة بأنه سيكون لديه مبلغ 100 ألف دينار كأرباح محتجزة والمبلغ المتبقي سيتم الحصول عليها عن طريق ما يلي:

الديون = 300

الأسهم الممتازة = 100

المطلوب: حساب الكلفة المرجحة للأموال على أساس (الأوزان الحدية).

الحل: نأخذ فقط المصادر التي تؤدي إلى زيادة رأس المال (الديون، الأسهم الممتازة، أرباح محتجزة)

متوسط الكلفة المرجحة للأموال (على أساس الترجيح الحدي) = النسبة المئوية لكل مصدر × كلفة المصدر

المصدر (1)	المبلغ (2)	النسبة المئوية	كلفة المصدر (4)	الكلفة الإجمالية (5) = (3×4)
الديون	300 100	0.60	%4.8	%2.88

الأسهم الممتازة الأسهم العادية	100	0.20 0.20	%10.5 %14	%2.10 %2.80
المجموع	500	%100		%7.78

متوسط الكلفة المرجحة للأموال = 7.78% أي الترجيح الحدي.

أسئلة الفصل الثالث عشر

1- ما هو مفهوم كلفة رأس المال؟

2- ما هي مصادر الكلفة الإجمالية لرأس المال؟

3- أشرح طرائق احتساب كلفة رأس المال؟

4- وضح المعادلات الخاصة باحتساب عناصر التمويل؟

5- أشرح طريقة احتساب الكلفة المرجحة للأموال؟

الفصل الرابع عشر

مصادر التمويل

Resources of Financing

الفصل الرابع عشر

مصادر التمويل Resources of Financing

سبق وان ذكرنا أن اختيار أسلوب تمويل الاستثمارات لـه علاقـة وثيقـة بقـرار الاسـتثمار في المشروع الاقتصادي ،ويعتمد أسلوب التمويـل عـلى مصـادر التمويـل المتاحـة، ويمكـن تعريـف هـذه المصـادر بأنهـا مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها أدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطيـة نشاطاتها الاستثمارية والجارية، وعلى هذا الأساس فان هيكل تمويل المشروع يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها، وكلفة المصدر المقترح مقارنة بالمصادر الأخـرى وكـذلك مـع العائـد الاستثمار ومدى ملائمة مصادر التمويل للاستثمارات المقترحة، وفترة التسديد وعلاقتهـا بالتـدفقات النقديـة المتوقعة والقيود التي تفرض على عمليات التمويل وخاصة الخارجي منها.

والغرض من الحصول على مصادر التمويل هو لسد احتياجـات المشروع مـن الأمـوال لتغطيـة كلفة الاستثمارات الجديدة للمشروع وقد تكون مصادر التمويـل داخليـة أو خارجيـة أو حسـب فـترة التمويل أي عن طريق التمويل طويل و/ أو قصير خلال فترة زمنية قادمة، ويعبر عنها بشـكل جـداول وبيانات تعتمد التنبؤ والتقدير للتكاليف والإيرادات للفترة المالية القادمـة، وتهـدف هـذه الخطـة إلى تحقيق ما يلي:

أ- تحديد المبالغ اللازمة لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل والدورة التشغيلية للمشروع.

ب- تحديد مصادر الأموال.

ت- التنبؤ بالمتغيرات المالية قصيرة وطويلة الأجل، حتى يتم تحقيـق التـوازن المـالي بـين درجـة السـيولة النقدية وبين درجة الخطر المالي.

بعـــد أن يـــتم تحديـــد الاحتياجـــات الماليـــة للـــمشروع يقـــوم المـــدير المـــالي بالبحـــث عـــن

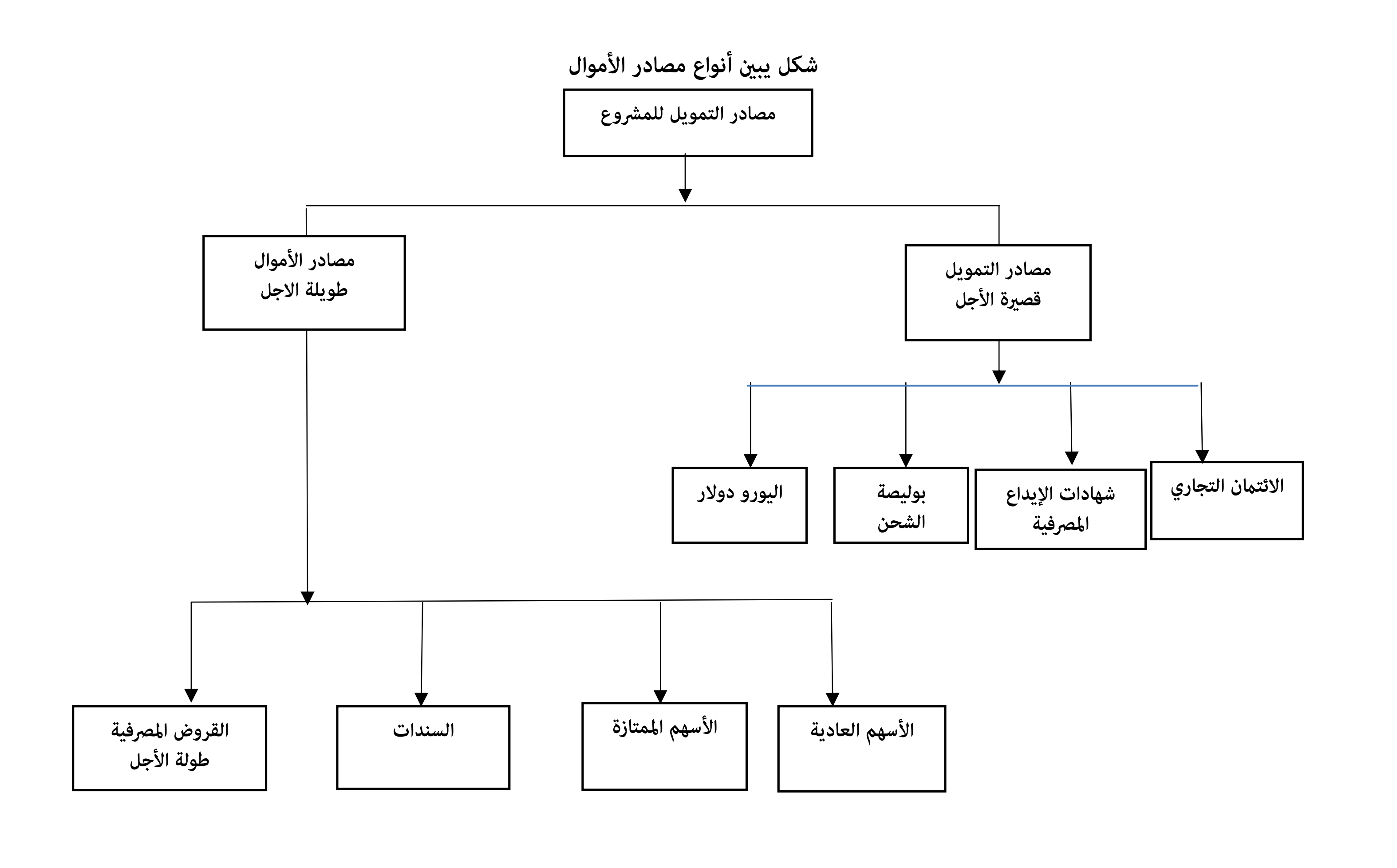
مصادر التمويل، وجرت العادة على تقسيم مصادر التمويل إلى مصدرين أساسين هما مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل إلى مصدرين أساسين هما مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل، أن سبب هذا التصنيف يعود إلى اختلاف التكاليف والهدف من كلا المصدرين وارتباطهما بطبيعة الاستثمارات وفترة المشاريع المنفذة ويفضل اختيار مصدر التمويل التي تناسب مع طبيعة الاستثمارات المقترحة تنفيذها، فمصادر التمويل قصيرة الأجل تستخدم في الاستثمارات طويلة الأجل والتي تزيد مدتها عن السنة، وبناء على القاعدة المالية القائلة بضرورة تحقيق التوازن بين مدة الاستثمار ومدة التمويل فانه لابد من تمويل الاستمارات قصيرة الأجل بأموال مؤقتة أي قصيرة الأجل وتمويل الاستثمارات طويلة الأجل أي الأصول الثابتة بأموال دائمة أو طويلة الأجل، أخذين بعين الاعتبار الاحتياجات الدائمة للمشروع من الأصول المتداولة، أن التطبيق هذه القاعدة تحقق للمشروع الاقتصادي الفوائد التالية:

1- تخفيض تكاليف راس المال المستثمر إلى أدنى حد ممكن.
2- توفير السيولة النقدية اللازمة والكافية لتسديد الالتزامات المالية المترتبة على تنفيذها هذه الاستثمارات.
3- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية من خلال عدم السماح بوجود أموال فائضة غير مستغلة في المشروع، وذلك للمحافظة على معدل عائد مرتفع على راس المال المستثمر، وعدم اللجوء إلى طلب التمويل بصورة متكررة وإرباك الحسابات بتسديدات قصيرة الأمد تعود الى استثمارات طويلة الأجل خاصة إذا كانت الاستثمارات طويلة الأجل مموله باستثمارات قصيرة الأجل.

1-14: أنواع مصادر التمويل

يمكن تقسيم مصادر الأموال إلى مصادر أموال طويلة الأجل تستخدم في استثمارات طويلة الأجل ومصادر الأموال قصيرة تستخدم في استثمارات قصيرة الأجل والشكل يبين لنا أنواع هذه المصادر:

شكل يبين أنواع مصادر الأموال



وسنستعرض فيما يلي مصادر التمويل على أساس مدتها

أولا: مصادر التمويل طويلة الأجل

هي تلك المصادر التي تكون مدتها اكثر من سنة وتستخدم في الاستثمارات طويلة الأجل، أو لتلبية الاحتياجات لبعض الأصول المتداولة وتقسم الى قسمين :

أ- مصادر التمويل الخارجية

ب- مصادر التمويل الداخلية

- مصادر التمويل الخارجية وهي تلك المصادر يتم الحصول عليها من خارج النوع لمشروع ويمكن تصنيفها إلى نوعين من المصادر:

النوع الأول: أموال الملكية وهي:

1- الأسهم العادية

2- لأسهم الممتازة

النوع الثاني: الأموال المقترضة والتي اهم مصادرها

1- السندات

2- القروض المصرفية طويلة الأجل

- مصادر التمويل الداخلية: هي تلك المصادر التي يحصل عليها من داخل المشروع نفسه ويمكن تصنيفها إلى ما يلي:

1- الأرباح الذاتي من راس المال المدفوع.

2- الأرباح المحتجزة.

3- المخصصات.

4- الاحتياطات.

وسنتناول بهذا الفصل مصادر التمويل الخارجية أما مصادر التمويل الداخلية في الفصول القادمة.

أ- مصادر التمويل الخارجية: هي تلك الأموال التي يحصل عليها المشروع من مصادر خارجية بموجب شروط وإجراءات لابد من تنفيذها، وتحدد هذه الشروط في السوق المالي (البورصة) في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرص البديلة المتاحة بعد تقييم قدرة المستفيد على التسديد، ويعد التمويل الخارجي مكملا للتمويل الداخلي في اغلب الأحيان، إذ من المفروض ان يتم منح الأولوية في الحصول على الأموال الى مصادر التمويل الداخلية، وخاصة بالنسبة للمشاريع حديثة التأسيس ويمكن تقسيم مصادر التمويل الخارجية إلى نوعين:

النوع الأول: أموال الملكية

1- الأسهم العادية (Common Stocks): وهو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابله للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي إنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع (أرباح ثابتة) سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها، وتحسب قيمة وعدد الأسهم المصدرة بعد تقدير حجم الأموال المستثمرة في المشروع ونسبة التمويل بالأسهم العادية في هيكل رأس المال، وبعد ذلك يتم تحديد كيفيه إصدار الأسهم وسعر الإصدار، ويعتبر التمويل بالأسهم العادية وسيلة تمويل رئيسية من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركات المساهمة العامة، لان استخدام هذه الطريقة في التمويل سوف لا يحمل المشروع أي كلفة أو التزام تجاه الغير مقابل استخدام الأموال إلا في حالة تحقيق الربح واتخاذ قرار بالتوزيع على المساهمين، ويتمتع حملة الأسهم العادية بحق التصويت عند انتخاب مجلس الإدارة وحق المشاركة في الأرباح التي يتقرر توزيعها إضافة إلى نصيبه من أصول الشركة عن التصفية وحق الاكتتاب لغرض المحافظة على ملكيتهم النسبية في الشركة.

شكل يبين لنا طبيعة الأسهم العادية

شركة الاتحاد العربي للإسمنت
شركة مساهمة عامة خاضعة لأحكام القانون رقم 68 لسنة 2006
رأس المال المدفوع بأكمله 56 مليون دينار القيمة الإسمية لكل سهم 1 دينار مدفوع بالكامل.
صك بخمسة وعشرون سهما قيمته خمسة وعشرون دينار مدفوعة بالكامل بأسم شركة الاتحاد العربي للإسمنت.
من رقم 16761701 إلى رقم 19761725.
التوقيع
المخول **المدير العام**

وتصدر الأسهم عادة عند تأسيس الشركات (إصدار اكتتاب عام)، ولكن قد يلجأ إلى إصدار الأسهم في مراحل أخرى لزيادة رأسمالها المكتتب به وعادة وتكون على مرحلة واحدة، ونتيجة لبعض القوانين والأعراف المحاسبية ومراحل التطور الاقتصادي والتاريخي التي يمر بها المشروع تتكون لدينا عدة قيم للسهم الواحد وهي:

أ- القيمة الاسمية للسهم Par Value: يقصد بالقيمة الاسمية هي تلك القيمة المنصوص عليها في عقدة تأسيس الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، وتظهر هذه القيمة عادة على قسيمة السهم نفسه عند شراء السهم في السوق المالي أو إصدار شهادة إثبات ملكية السهم أو الأسهم في الشركة وتحدد بعض القوانين القيمة الأسمية للسهم وهي وتختلف عن القيمة السوقية لأسباب متعددة نذكرها لاحقا والقيمة الاسمية ليس لها أية قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين لأنها تخضع لقرارات سيادية تاريخية، ويعتمد على القيمة الإسمية في تحديد نسبة الربح الموزع إلى مالكين الأسهم العادية.

ب-القيمة الدفترية Book Value: هي تلك القيمة التي تعكسها سجلات الشركة المحاسبية وتمثل مجموع راس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح غير الموزعة، ويتم احتسابها بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المشروع كل سهم من اسهم المشروع وتحسب كما يلي:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية – الأسهم الممتازة ÷ عدد الأسهم المصدرة

$$\text{أو} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

ويقصد بالالتزامات إجمالي الديون وحقوق جملة الأسهم الممتازة.

ت- قيمة إصدار السهم: وهي تلك القيمة يتم بموجبها تحديد سعر إصدار السهم وبيعه في السوق المالي، وبالنسبة للشركات القائمة الحالية يصدر السهم عادة بسعر اعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية ويسمى بسعر الإصدار، والفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي للسهم يسمى علاوة الإصدار وتدفع العلاوة مباشرة إلى الشركة وتعد ضمن حقوق الملكية وقد يصدر السهم بسعر أقل من قيمته الإسمية وخاصة بالنسبة للشركات حديثة التأسيس.

ث- قيمة السهم في السوق Market Value: هي تلك القيمة التي تحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه القيمة بأنها تحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها أي من خلال العرض والطلب ولذلك فإنه يمثل القيمة الحقيقية للشركة خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة. وتعبر هذه القيمة عن سعر التداول السهم في السوق، فعندما تحقق الشركة أرباح وترتفع قيمتها في السوق يكون سعر السهم في السوق أعلى من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية والعكس صحيح وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت إلى اخر وتعبر عن كفاءة أداء المشروع، وتعكس الحالة الاقتصادية التي تحيط به وتحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ب- القيمة التصفوية للسهم Liquidation Value : وهي تلك القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية أموال المشروع، أي إنها عبارة عن نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق كافة الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة، لان حاملي الأسهم العادية لا يحصلون على حق الأولوية عند توزيع مبالغ التصفية، ويمكن تقدير هذه القيمة بعد تقييم كل عنصر من عناصر الأموال عند البيع السريع لها، ونستطيع استخدام المعادلة التالية لاحتساب قيمة التصفية للسهم:

$$\text{قيمة السهم عند التصفية} = \frac{\text{المحصل من البيع} - \text{المدفوعات من الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم

تمنح الإدارة المالية التمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية الاهتمام الكافي لتأثير ذلك على حقوق المالكين، واحتمال انخفاض نصيبهم من الأرباح بعد اتخاذ قرار التوزيع، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحتجزة، إذ ان دخول مساهم جديد يعني المشاركة في جزأ من حصة أرباح المساهمين الذين سبقوه، هذا إضافة إلى مشاركته الفعالة في اجتماعات الجمعية العمومية وفي اختيار أعضاء مجلس الإدارة والمساهمة في اتخاذ القرارات المهمة، ومن ضمنها تحديد عمليات التمويل الخارجي وسياسة الأسهم وتنميتها ومقدار الأرباح ونسبة الأرباح التي توزع على المساهمين، وفي ضوء طبيعة الأسهم العادية المنوه عنها أعلاه هنالك بعض المزايا والعيوب من جزاء استخدام هذا المصدر في تمويل رأس المال يمكن أجمالها بما يلي:

مزايا إصدار الأسهم العادية

1- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذا أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها.

2- ان الشركة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد، مما يعطي مرونة للمشروع بعدم الدخول في التزامات محددة بالإضافة إلى انخفاض درجة الخطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.

3- ان التمويل بإصدار الأسهم يعد توسيع لحقوق الملكية وهذا يخفض من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للشركة في السوق المالي.

عيوب الأسهم العادية

تهتم الإدارة المالية بالتمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية من خلال تقدير مدى التأثير على حقوق المالكين كنتيجة لدخول مستثمرين جدد إلى الشركة ومشاركتهم في الأرباح بعدد الإعلان عن التوزيع، ولذلك فإن المأخذ على التمويل بإصدار الأسهم العادية هي كما يلي:

1- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجيهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في راس المال.

2- إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدماء، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقاً (الأرباح المحتجزة)، ان المساهم الجديد يحصل على جزء من أرباح المساهمين القدماء سواء التي تتحقق في السنة المالية الحالية أو المجمعة من الفترات السابقة، ويؤدي زيادة عدد المساهمين إلى تخفيض مبالغ الأرباح المحتجزة التي تساهم في توسيع الاستثمارات.

3- عدم تخفيض العبء الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم ذلك لأن قيمة الأرباح الموزعة سوف لا تضاف إلى مصاريف الشركة لأغراض

الاحتساب الضريبي عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة أي لا يمكن خصم الأرباح الموزعة من الضرائب.

4- ان إصدار الأسهم والاكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها الشركة المصدرة.

5- إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال المستثمر وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال أي أنها تحد من قدرة المشروع على المتاجرة بالملكية.

تجزئة الأسهم (Stock Split)

تقوم بعض الشركات بتقسيم أو تجزئة أسهمها العادية بهدف تخفيض سعر السهم لغرض زيادة حجم التداول على هذا السهم وزيادة عدد المستثمرين الجدد وخاصة ذوي الدخول المنخفضة، وفي بعض الأحيان قد تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها المتداولة في السوق المالي لمنع منافسة المالكين الحاليين والسيطرة على الشركة أو للمحافظة على مستوى التداول في السوق وتسمى هذه الأسهم بأسهم الخزانة وتعرض ضمن حقوق الملكية بإشارة السالب (-).

مثال:

يرغب بنك الرافدين تجزئة سهم بمعدل 1: 2 وتبلغ القيمة الاسمية للسهم الواحدة 50 دينار.

المطلوب: استخراج قيمة السهم بعد عملية التقسيم.

الحل:

$\frac{50}{2}=25$ دينار قيمة السهم بعد التقسيم.

القيمة الإجمالية للأسهم = 25 × 100% = 2500 دينار.

عدد الأسهم بعد التقسيم = 2000 سهم.

2- الأسهم الممتازة: هي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل وتعد من عناصر حقوق الملكيـة ولا تلتـزم الجهة المصدرة بتاريخ محددة لرد قيمتها، وللسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمـة دفتريـة، فالقيمة الاسمية هي قيمة السهم في وثيقة الإصدار، أمـا القيمـة السـوقية فهـي القيمـة التـي تحـدد نتيجة التعامل في السوق المالي بمشاركة أطرافه، أما القيمة الدفتريـة فتتمثـل بقيمـة هـذه الأسـهم في السـجلات مقسـومة عـلى عـدد الأسـهم الممتـازة المصـدرة، إذ لا يـتم إضـافة الاحتياطـات والأربـاح المحجوزة لأنها لا تعد حقوقا لحملة الأسهم الممتازة ويحصل حامل الأسهم الممتازة على الربح نتيجـة لمنحه هذا الحق في كوبون الإصدار، ويكون مقـدار الـربح بنسـبة مئويـة ثابتـة مـن القيمـة الاسـمية للسهم الممتازة، وله الأولوية في الحصول على قيمة هذه النسبة قبل حقـوق حملـة الأسـهم العاديـة، ولحاملها الأولوية في الحصول على نصيبه عند التصفية والسهم الممتازة أداة مالية مهجنة لأنه يجمـع بين الصفات الأسهم العادية والسندات، وعادة يحـدد حـدا أعـلى للعائـد الـذي يحصـل عليـه حملـة الأسهم الممتازة ولا يتمتع حملة الأسهم الممتـازة بحـق التصـويت عنـد حضـور اجتماعـات الجمعيـة العمومية، وتحدد نسبة الأربـاح التـي يحصـل عليهـا حامـل الأسـهم الممتـازة في شروط إصـدار هـذه الأسهم، ولغرض تحديد القيمة الاسمية للسهم الممتازة فإن ذلك يرتبط بمقدار رأسمال الشركة وقوتهـا في السوق، وفي كل الأحوال لا يحصل حامل السهم الممتازة على حصته من الأرباح إلا بعـد أن تحقـق هذه الشركة الأرباح وتقرر توزيعها.

والسؤال الذي يطرح نفسه لماذا يذهب المستثمرون الى شراء الأسهم الممتازة في ضوء الشروط التـي ذكرت أعلاه؟ والجواب هو أن هذا النوع من هذه الاستثمارات يلائم رغبات المستثمر المحافظ لأنها تعطـي عائد ثابت له مثل شركات لتأمين ووحدات الضمان الاجتماعـي وهـو أكـثر عائديـة مـن السـندات وتحصـل الأسهم الممتازة على الربح قبـل حملـة الأسـهم العاديـة وكـذلك الحـال عنـد التصـفية، كـذلك فـأن الشركـة المصدرة تهدف الوصول الى كافة الشرائح والطبقات الاجتماعية من المستثمرين.

حالات إصدار الأسهم الممتازة

أ- في حالة عدم إمكانية حصول الشركة على القروض من المؤسسات المالية نظرأ لارتفاع مديونيتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالية.

ب- الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي في حالة كون كلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة اقل من كلفة إصدار الأسهم العادية، فمثلا إذا كانت أرباح الأسهم الممتازة بنسبة 10% وكان العائدة المتوقع على الاستثمار بنسبة 16% ففي هذه الحالة نتخذ القرار بالتمويل بإصدار الأسهم الممتازة لأنها تحقق عائد اكبر لحملة الأسهم العادية (أي المستثمرين القدماء)

ت- في حالة ارتفاع مديونية الشركة أو زيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، فإن التمويل بواسطة الأسهم الممتازة يفضل على التمويل بواسطة السندات أو القروض كونها ترتب التزامات على الشركة من حيث الأقساط أو الفوائد وتكون ملزمة بدفعها سواء حققت الربح أو لم تحققه وفي أوقات ومبلغ محدد، بينما في حالة التمويل بالأسهم الممتازة يتم منح حامليها نصيبهم من الأرباح عند تحققها واتخاذ القرار بالتوزيع.

ث- إن معظم إصدارات الأسهم الممتازة ينص في شروط إصدارها على عدم مشاركة حامليها في إدارة الشركة، أو انتخابات مجلس الإدارة او في التصويت في الجمعية العمومية بالتالي تكون الشركة حرة في الإدارة في حالة حصولها على التمويل بالأسهم الممتازة اي لا يوجد خطر فقدان السيطرة على المشروع.

مع الإشارة إلى ان الشركة المصدرة للأسهم الممتازة تبذل جهود كبيرة لتوزيع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح سنويا، وذلك لأسباب متعددة أهمها ما يلي : -

1. التزام الشركة الأدبي تجاه حاملي الأسهم الممتازة.
2. إن دفع الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، سوف يؤدي بالنتيجة الى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من الأرباح وذلك استنادا إلى شروط الأولوية الذي تتمتع به الأسهم الممتازة.

3. إن عدم توزيع الأرباح يؤدي الى التأثير على قيمة الأسهم في السوق المالي وعلى سمعة وقيمة الشركة نفسها في السوق بصورة عامة.

ولغرض ترغيب المستثمرين على الاستثمار في الأسهم الممتازة تمنح بعض الشركات حوافز متعددة منها، إمكانية تحويل الأسهم الممتازة الى أسهم عادية، وكذلك مشاركة حملة الأسهم العادية بالأرباح المتبقية بعد الحصول على نصيبهم المحدد في وثيقة إصدار السهم الممتازة، وفي بعض إصدارات الشركة تتضمن الشروط إمكانية إستدعاء الأسهم الممتازة وتسديد قيمتها لحاملها قبل موعد الاستحقاق وفي ضوء ذلك قد تقوم الشركة باستدعاء الأسهم الممتازة وفي هذه الحالة يكون الإستدعاء بطريقتين : -

الأولى: القيام بشراء الأسهم الممتازة من السوق المالي وبعد الشراء يتم إلغاؤها.

الثانية: يتم استدعاء الأسهم الممتازة وتسديد قيمتها نقداً الى حاملها في حالة كون شروط الإصدار تنص على ذلك، وهنالك أسباب تجعل الشركة تقوم باستدعاء إصداراتها من الأسهم الممتازة فاذا توفرت مصادر تمويل بديلة بأقل كلفة من الأسهم الممتازة المصدرة وللتخلص من بعض القيود التي قد ترافق إصدار الأسهم الممتازة كالضمانات الخاصة بتحديد مقدار معين من الأرباح التي يجب الاحتفاظ به قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية، وعند توفر السيولة النقدية وعدم الحاجة إلى الاستمرار بالتمويل بواسطة الأسهم الممتازة.

أنواع الحوافز التي تمنح لحاملي الأسهم الممتازة

لغرض تحفيز المستثمر على شراء الأسهم الممتازة تعمد بعض الشركات إلى تتضمن شروط الإصدار بعض أو كل من الحوافز التالية:

الأسهم مجمعة الأرباح: يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح حتى وإن لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تتحقق بها، أي يتم ترحيل تجميع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المتحققة وغير المدفوعة في سنوات السابقة

وتسديدها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح حتى وإن أدى إلى عدم حصوله حملة لأسهم العادية على حصتهم من هذه الأرباح.

الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح، ونقصد بها أن يحصل حامل الأسهم الممتازة على حصته من الأرباح المقررة في شروط الإصدار، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية مع حملة الأسهم العادية ضمن شروط يتفق عليها.

الأسهم القابلة للاستبدال: ويقصد بها أنه يتم منح حق الاستبدال للأسهم الممتازة بأسهم عادية، وهذا يعني أن حامل السهم الممتازة يستفاد من هذا الحق التغطية درجة المخاطر التي قد يتعرض لها، ونقصد بذلك أن حامل السهم الممتاز استفاد في حالة وجود كساد من النسبة الثابتة المحددة من الأرباح للسهم الممتاز، هو لا يتعرض لمخاطر انخفاض الأرباح. أما في حالة الرواج الاقتصادي فيقوم بتحول الأسهم الممتازة إلى اسهم عادية للاستفادة من ارتفاع الأرباح كنتيجة للرواج الاقتصادي.

الأسهم القابلة للإستدعاء: في هذا النوع من الأسهم تقوم الشركة المصدرة الأسهم الممتازة، بفرض شرط الإستدعاء بغرض شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها، أي يتم إستدعاء الأسهم الممتازة مقابل دفع قيمة السهم نقدأ الى حامل، عادة يتم منح علاوة عند استدعاء السهم الممتاز، فمثلا إذا كانت قيمة السهم 15 دينار وقيمة الإستدعاء 18 دينار فالفرق بين قيمة السهم الممتازة وقيمة الإستدعاء كما هو يوضح ثلاثة دنانير لصالح حاملي الأسهم الممتازة، وتمنح هذه العلاوة لتغطية الخسارة التي قد يتحملها مستثمر الأسهم الممتازة جراء التنازل عن حقه بالاحتفاظ بها.

النوع الثاني: الأموال المقترضة

ويمكن الحصول عليها بواسطة إصدار السندات أو القروض المصرفية طويلة الأجل.

1- السندات Bonds: هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والشركات، وتطرح للتداول والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويلة الأجل، وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلا من أشكال

التمويـل طويـل الأجـل، ونقصـد بالقيمـة الاسـمية للسـند القيمـة المحـددة لـه في وثيقـة الإصـدار وتتضمن هذه الوثيقة شروط إضافية إلى تحديد القيمة الاسمية كمعدل الفائـدة السـنوي الواجـب دفعه لحامل السند، وعادة يكون على شكل نسـبة مئويـة مـن القيمـة الاسـمية لـه، ويـتم تحديـد تاريخ الاستحقاق وطريقة تسديد قيمة السند، ولحامل السند حـق الحصـول عـلى الفوائـد وقيمـة السند في تاريخ الإستحقاق، أما المشترين فهم المستثمرين وصغار المستثمرون وصغار المسـتثمرين الذين يتميزون بروح الاستثمار المحافظة ويهدفون إلى الحصول على دخل ثابت من إستثماراتهم في السندات، وقد يتم بيع السندات باقل من قيمته الاسمية ويسمى سند بخصم او يـتم بيعـه بـاعلى من القيمة الاسمية ويسمى سند بعلاوة.

شكل يبين طبيعة إصدارات السندات

تشهد شركة الإسمنت الوطنية ان السيد / السيدة ________________ له سـندات بقيمـة اسـمية __________ وبفائـدة سـنوية بمقـدار ________________ لمـدة ____________ عام وتدفع كل سنة.
توقيع المخول

خصائص السندات:

تعد السـندات مـن مصـادر التمويـل طويلـة الأجـل كـما أسـلفنا وهـي مـن أدوات الـدين وتتميـز بالخصائص الآتية:

1. تعتبر السندات حق دائنية على الشركة إذا تلتزم الجهة المصدرة لها بإطفاء قيمتهـا ودفـع فوائـدها في الفـترات المحـددة لـذلك في وثيقـة الإصـدار، وهـي مـن الحقـوق الممتـازة أي تمـنح الأولويـة في الحصول على مستحقاتها قبل حقوق حملة الأسهم العادية والممتازة.

2. السندات هي إداة دين استثمارية ثابتة الدخل اي تصدر بنسبة فائدتها محددة ولها مدة إطفاء تحدد في شروط إصدارها وعلى الجهة المصدرة تسديد قيمتها في نهاية هذه المدة حتما.

3. قابليتها على التداول مع وجود احتمال تحقيق أرباح او خسائر رأسمالية عند ارتفاع قيمة السند في السوق المالي إضافة إلى الفوائد الجارية التي يحصل عليها.

4. تحقيق الميزة الضريبية حيث إن كلفة الفوائد السنوية تعتبر من المصاريف التي تحميل لحساب الأرباح والخسائر عند احتساب الضريبة على الأرباح، فعلى السبيل المثال إن الكلفة الظاهرة للسندات تنخفض إلى 50% إذا كان معدل الضريبة 50%.

5. لا يحق للمستثمر حامل السندات الاشتراك في الإدارة أو تصويت في اجتماعات الجمعية العمومية والمساهمة في قراراتها.

6. تعد أحد الوسائل المهمة في تنويع مصادر التمويل وقد يؤدي إلى زيادة عائد المتاجرة بالملكية في حالة ما إذا كان معدل العائد على الاستثمار أكبر من سعر فائدة السند في حالة انخفاض كلفة التمويل بالسند مقارنة بمصادر التمويل المتاحة الأخرى.

7. ان صفات السندات لا يعني عدم وجود قيود على إصدارها فهنالك سندات تصدر بضمانات أي يتم اشتراط تقديم بعض الأصول ضمان لحقوق حملة السندات، وكذلك ضرورة إن تؤخذ بعين الاعتبار التعليمات المالية والأعراف التجارية التي لا تمسح بإصدار السندات بنسبة محددة من رأس مال الشركة إضافة الى قيود القانونية والقيود المالية المتعلقة بنسبة المديونية.

أنواع السندات Forms of Bonds

أولا: السندات العادية (Bonds) : وهي الإصدارات ذات الطبيعة العامة والتي تحدد كلفتها بسعر الفائدة الثابت، مع التزام الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند بتاريخ الاستحقاق المعين في شروط الإصدار إضافة إلى الفوائد، وقد تكون السندات

اسمية اي باسم صاحب السند فهو الذي يستحق الفوائد وقيمة الإطفاء أو قد يكون السند لحامله وبذلك يستحق من يحمل السند حقوقه المنصوص عليها في شهادة الإصدار، وهنالك سندات تمسى سندات البيع وهي تعطي لحاملها الحق في إعادتها الى الجهة المصدرة و استلام مبلغها وتكون الفائدة عليها منخفضة مقارنة بالسندات العادية.

ثانيا: السندات المضمونة (Mortgage Bonds): تصدر السندات المضمونة شرط رهن بعض الموجودات في الشركة، ولا يحق للشركة المالكة التصرف بهذه الموجودات المرهونة إلا بعد إطفاء قيمة السندات، وقد يكون الضمان بالأصول الثابتة وفي هذه الحالة يحقق للشركة المالكة التصرف بجزء من هذه الأصول أو التصرف بحدود المبالغ التي تستهلك من قيمة السندات أو من خلال استبدالها بموجودات أخرى، ومن الممكن إصدار السندات بكفالة شركات أخرى او بنوك وقد يكون الرهن من الدرجة الأولى إذا لا يجوز استخدامه كضمان لإصدارات جديدة أخرى أو من الدرجة الثانية حيث يمكن استخدامه لأكثر من إصدار.

ثالثا: السندات ذات الدخل (Income Bonds): هذا النوع من السندات لا يحق لحاملها الحصول على قيمة الفوائد إلا إذا حققت الشركة الأرباح الكافية لتسديد الفوائد، وعادة تكون أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات مرتفعة مقارنة بالسندات العادية لغرض ترغيب المستثمر بشرائها.

رابعا: السندات متقاسمة الأرباح: وهذه الميزة تمنح لغرض تشجيع المستثمرين للاكتتاب بالسندات كونها تمنح المستثمرين في هذا النوع من السندات امتيازا إضافيا، فبالإضافة الى الفائدة الثابتة يشارك حاملي الأسهم العادية بنسبة من الأرباح التي تحققها الشركة وتحدد هذه القيمة في شروط الإصدار.

خامسا: السندات القابلة للاستبدال (Convertible Bonds) بأسهم عادية: تتمتع هذه السندات بميزة حق استبدالها بأسهم عادية وعلى أساس رغبة حامليها، ويتم

السندات بمرونة فحاملها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، ويمكنه الحصول على حصة من الأرباح في فترات الرواج بعد استبدال السندات بأسهم عادية.

مثال (1):

اصدر البنك العربي سندات بقيمة اسمية 1000 دينار قابل للاستبدال باسهم عادية بمقدار 5 اسهم لكل سند بعد مرور ثلاثة سنوات على تاريخ الإصدار في 2019/1/1.

المطلوب: بيان مبلغ السهم العادي لحامل السند وجدوى عملية الاستبدال؟

اذا ارتفع سعر السهم العادي في السوق الى 230 دينار هل يستبدل السندات بالأسهم؟

1- مبلغ السهم العادي = $\frac{1000}{5}=200$ **دينار**

نعم لأنه يحقق ربح رأسمالي 30 دينار للسهم العادي الواحد.

انه يحقق عائد قدره 30×5 = 150 دينار لكل سند.

مثال (2)

اشترت شركة الاستثمارات المالية 1000 سند 2019/4/1 بقيمة 200000 دينار قابلة للاستبدال الى اسهم عادية بمعدل (5) سهم عادي لكل سند وكان تاريخ إصدار السندات في 2019/1/1، فاذا كانت القيمة السوقية لاسهم الشركة المصدرة للسندات 25 دينار وكان معدل خصم السندات 10% وفائدة 8% وفترة الإطفاء 10 سنوات.

المطلوب: احسب جدوى استبدال السندات إلى أسهم عادية.

قيمة السند = $\frac{200000}{1000}= 200$ **دينار**

1- قيمة السهم العادي عند الاستبدال = $\frac{200}{5}= 40$ **دينار**

سادساً: السندات القابلة للإستدعاء: وهي تلك السندات التي تمنح الحق للشركة باستدعائها بعد مرور فترة محدده من إصدارها، ويكون ذلك من خلال شراء

السندات نقداً من أسواق التداول أو باستدعاء هذه السندات لقاء علاوة إضافية تمنح الى حاملها بالإضافة إلى قيمة السند الأصلية.

أ- عندما تنص شروط إصدار السند على تخصيص جزء من الأرباح كاحتياطي خاص لإطفاء السند، بهدف عدم إحراج الشركة أي احتمال عدم توفر السيولة لديها عند حلول إطفاء السندات.

ب- إذا كانت الشركة بحاجة إلى إصدار جديد وكان الإصدار القديم يتعارض مع متطلبات وشروط الإصدار الجديد أو لاختلاف معدل الفائدة.

ت- لغرض تخفيض أعباء الفوائد التي تلتزم الشركة بدفعها لحاملي السندات، وخاصة في حالة توقع انخفاض إيراداتها المستقبلية وتكون عاجزة عن تغطية قيمة الفوائد المستحقة.

ث- في حالة انخفاض معدلات الفائدة في السوق عن معدل الفائدة للسندات المصدرة، وإمكانية إيجاد بديل أقل كلفة لتمويل احتياجات الشركة.

ج- التخلص من بعض القيود التي حددت بشروط إصدار السندات كقيد دفع راس المال بالكامل أو بعض الالتزامات التعاقدية الأخرى الناجمة عن الإسناد.

كلفة إصدار السندات وجدوى استخدامها كمصدر للتمويل.

مثال

سبق وان أصدرت شركة الرنيم 2000 سند بقيمة 2000000 دينار تستحق الدفع بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 5% من قيمة السند، ونتيجة لانخفاض أسعار الفائدة في السوق توفرت للشركة فرصة لإصدار سندات جديدة بفائدة 4.5% وبنفس فترة الإصدار القديم، على ان تتحمل الشركة كلفة إصدار للسندات الجديدة بمقدار 40000 دينار، ودفع علاوة استدعاء لحملة السندات القديمة بقيمة 50 دينار للسند الواحد وكان معدل الضريبة 40%.

المطلوب: بين جدوى إصدار السندات الجديدة؟

الحل

- علاوة الاستدعاء = 2000 × 50 = 100000 دينار
- كلفة العلاوة الحقيقية = 10000×40% = 40000 دينار
- الكلفة الحقيقية للإصدار = 40000 × 40% = 16000 دينار
- الفائدة على السندات القديمة = 2000000×5% = 100000 دينار
- الفائدة على السندات الجديدة = 200000×4.5 = 90000 دينار
- الوفر السنوي المتحقق = 100000-90000= 10000 دينار
- الوفر السنوي الحقيقي للفائدة = 10000×40% = 4000 دينار
- أجمالي الوفر الحقيقي لمدة 10 سنة = 4000 × 10 = 40000 دينار
- الخسارة الحقيقية في حالة إصدار السندات الجديدة 40000 – 56000 = - 16000 دينار، إذن لا توجد جدوى من إصدار السندات الجديدة.

● حساب الفوائد على السندات

مثال:

قامت شركة العروبة في 2010/1/1 بإصدار سند قيمته الاسمية 1000 دينار بفائدة 6% تدفع كل ستة اشهر بتاريخ إطفاء 2020.

المطلوب:

1- احسب الفائدة في 2010/7/1؟

$$\frac{1000}{12} \times \%6 = 30\text{دينار}$$

2- احسب المبلغ المقبوض عند تاريخ الاستحقاق؟

المبلغ المقبوض = فائدة السنة × عدد السنوات + المبلغ الأصلي للسند

1000 × 6% × 1 = 60 دينار

المبلغ المقبوض = 60 × 10 + 1000 = 1600 دينار

● المقارنة بين أدوات الدين وأدوات الملكية

أولا: من حيث حق التصويت

يحق لحملة الأسهم العادية التصويت في انتخابات مجلس الإدارة وحضور الجمعية العمومية ولا يحق لحملة السندات التصويت.

ثانيا: الحق في ملكة الشركة وأرباحها

يحق لحملة الأسهم العادية جزء من أصول الشركة بمقدار مساهمتهم فيها وكذلك في الحصول على الأرباح، ولا يوجد مثل هذا الحق لحملة السندات.

ثالثا: من حيث مدة الاستحقاق

لا يوجد تاريخ استحقاق لحملة الأسهم العادية كونها أبدية مع عمر الشركة بينما سيتم تحديد تاريخ إطفاء للسندات.

رابعا: من حيث الضريبة

لا تحصل الشركة المصدرة للأسهم العادية على أية وفورات ضريبية بينما تعد كلفة الفائدة و........... عند إصدار السندات.

3- القروض المصرفية طويلة الأجل Long- Term Loans

تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي وتكون مدتها اكثر من سنة، وتمنح مثل هذه القرض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى المحلية من داخل البلد أو خارجية من خارجه.

ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقترض وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقترض في المواعيد التي يتفق عليها وتكون على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين، وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانية الطرفين، وقد يكون سعر الفائدة بنسبة ثابتة أو عائمة وتحدد مقدار العمولة ومواعيد وطريقة التسديد عند إبرام عقد منح القرض، بالإضافة إلى بعض الضمانات التي قد يطلبها المصرف مثل الحفاظ على درجة سيولة الأصول ونسبة المديونية

ومكونـات هيكـل راس المـال ومقـدار الأربـاح المسـموح بتوزيعهـا والحـد الأدنى مـن الرصـيد الـذي يجـب الاحتفاظ به.

ان أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها الشركـة في إصدار اسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسـب، في بعـض الأحيـان يشـكل هذا النوع من الاقـتراض اقـل كلفـة مـن المصـادر الأخـرى عـلى اعتبـار ان الفائـدة عـلى القـرض والعمولـة المدفوعة تنخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع مـن مصـادر الأمـوال، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالـة عـدم تـوفر الضـمانات الكافيـة لتغطيـة مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقـترض عـلى تسـديد الالتزامـات المترتبـة عليـه، ويعتمـد احتسـاب كلفـة القروض على المبلغ المقترض ومعدل سعر الفائدة وفترة الاقتراض.

ثانيا: مصادر التمويل قصيرة الأجل

ان المقصود بالتمويل قصير الأجل ذلـك النـوع مـن التمويـل الـذي يسـتخدم لتمويـل الاسـتثمارات الجارية قصيرة الاجـل، أي لتغطيـة الاحتياجـات الماليـة الموسـمية قصـيرة الأجـل الخاصـة بتنفيـذ الأنشـطة التشغيلية للمشروعات، وتكون فترة التمويل عادة أقل من سنة لتغطية كلفـة دورة الاسـتثمار سـواء كانـت صناعية او تجارية.

أن صافي راس المال العامل يمول دائمـة تـوفر الحـد الأدنى المطلـوب لعنـاصر الأصـول المتداولـة كالنقدية والحسابات المدينة والمخزون، أما التمويل التراكمـي لتغطيـة كلفـة العنـاصر المـذكورة فيـتم عن طريـق التمويـل قصـيرة الأجـل وتتـزامن الحاجـة إلى التمويـل مـع الزيـادة في أنشـطة العمليـات الجارية ولغرض تقدير مدى الحاجة إلى تمويل العمليـات الجاريـة يتطلـب معرفـة راس المـال العامـل ولفهـم المقصـود بـراس المـال العامـل يجـب معرفـة الأصـول المتداولـة (current assets) و الخصـوم المتداولة (current liabilities)، والأصول المتداولـة هـي تلـك الأصـول التـي يـتم تحويلهـا إلى نقديـة خلال فترة قصـيرة مـن الـزمن، وتتكـون الأصـول المتداولـة مـن (رصـيد النقـد في الصـندوق والمصرف، المدينون، أوراق القبض التي قد تكون قابلة للخصم أو غير قابلة للخصم، والمخزون يكـون عـلى شـكل

مـواد خـام ومـواد تحـت الصـنع وبضـاعة تامـة الصـنع، والأوراق الماليـة بشـكل اسـتثمارات ماليـة مؤقتـة والإيرادات المستحقة القبض خلال السنة والمصاريف المدفوعة مقدما).

إما الخصوم المتداولة فهي تلك الالتزامات التي تستحق الدفع خلال فـترة قصـيرة الأجـل لا تتجـاوز السنة المالية واهم عناصرها (الـدائنون وقـد يكـون الـدائن مـورد تجـاري أو بنـوك تجاريـة وأوراق الـدفع، مصروف مستحقة الدفع خلال مدة قصيرة، وفوائد السندات وأقساط القروض طويلة الأجـل التـي تسـتحق الدفع خلال السنة، وكوبونات نقدية تستحق الدفع لحملة الأسهم).

ولغرض معرفة مدى الحاجة إلى مصادر التمويـل قصـيرة الأجـل لابـد مـن معرفـة صـافي راس المـال العامل (Net Work Capital) الذي يعرف بأنه فائض الأصول المتداولـة عـن الخصـوم المتداولـة، أن صـافي راس المـال العامـل هـو نـاتج عـن طـرح درجـة الثقـة في الأصـول المتـداول وعـلى قـدرة المشروع بالوفـاء بالالتزامات الجارية ومنه أيضا تزداد قناعة الدائنين الذي يهمهم متانة المركز المـالي للشركـة ومقـدرتها عـلى الوفاء بالالتزامات الجارية، أن متانة الاسـتثمار في راس المـال العامـل مـن وجهـة نظـر الغـير مثـل الـدائنين والموردين يعزز قدرة الشركة على تسديد الالتزامات عند ميعاد الاستحقاق، بعبارة أخـرى إن هـذا المقيـاس يحدد لهؤلاء الدائنين نسبة الأمان التي تتمتع بهـا الخصـوم الجاريـة، فكلـما زادت نسـبة الأصـول المتداولـة كلما كان دلالة واضحة على مقدرة الشركة في مقابلة التزاماتها بيسر وسهولة.

ويمكن تمويل الأصول المتداولة بواسطة مصدرين أساسيين هما:

أ- مصادر التمويل طويلة الأجل أو الدائمة: أي من خلال رأس المال المـدفوع مـن قبـل حملـة الأسـهم العادية والتي تعتبر بمثابة مصادر تمويل طويلة الأجل، إذ يظهر بشكل اسـتثمار مبـاشر في الميزانيـة العمومية كراس المال المدفوع والاحتياطات الرأسمالية و الأرباح المحتجزة. أو مـن مصـادر مقترضـه أخرى وهي السندات والقروض.

ب- مصــادر التمويــل قصــيرة الأجــل أو المؤقتــة: وهــي تلــك المصــادر التــي تهــدف إلى تغطيـة احتياجـات الشركـة خـلال دورة الاسـتثمار، ولتغطيـة التوسـع في نشـاط المشروع

خلال فترة زمنية محددة تتناسب مدتها مع دورة الاستثمار، وبـذلك فـان التمويـل قصـيرة الأجـل يـوفر للمشروع الأموال لمواجهة الأعباء المالية في الفترة الواقعة بين دورة الاستثمار وبين بدء الدورة الجديـدة، وعند انتهاء دوره الاستثمار لا يحتاج المشروع إلى التمويل، وبذلك تكون الأمـوال عاطلـة في حالـة عـدم استثمارها، وخاصه في حالة الحصول على تمويـل طويـل الأجـل إذ سـتزداد الكلفـة خـلال هـذه الفـترة، وبذلك فان كلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل تكون اقل من كلفة التمويـل طويلـة الأجـل اذا مـا تم استخدامها في تلبية الحاجـات قصـيرة الأجـل، كـما إن التمويـل قصـير الأجـل يتميـز بالسـهولة لانخفاض الأخطار التي تتعرض لها المؤسسات المالية المانحة لمثل هذا النـوع مـن القـروض، واهـم مصدر من مصادر التمويل الأجل هـو السـوق النقـدي الـذي يتعامـل بـأدوات اسـتثمارية قصـيرة الآجل، مثل أذونات الخزانة والأوراق التجارية وشهادات الإيداع وتتميز هـذه الأدوات بـان مـدتها اقل من سنة، وتكون درجة خطرها منخفضة نسـبيا وتتعامـل مـن خـلال قبـول الودائـع بمختلـف أشكالها والحسابات الجارية وخلـق النقـد والحصـول عـلى القـروض والتعامـل بشـهادات الإيـداع والأوراق التجارية.

أنواع مصادر التمويل قصيرة الأجل

توجد عدة مصادر للتمويل قصير الأجل ويمكـن أجمالهـا بنـوعين أساسـيين هـما الائـتمان التجـاري والائتمان المصرفي وفيما يلي عرض المفهوم وكلفة وأشكال كل نوع.

أولا: الائتمان التجاري Trade Credit: هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحـه المـورد إلى المشـتري عنـد شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصـنعة، ولـذلك فـان الائـتمان الاستهلاكي و البيع بالتقسيط الذي يمنحـه التـاجر إلى المسـتهلك لا يعتـبر ضـمن الائـتمان التجـاري، لان الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتـاج المشـتري إلى هـذا النوع من التمويل في حالة عدم كفايـة راس المـال العامـل، والهـدف مـن الائـتمان التجـاري هـو تلبيـة

الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض كلفة هذا الائتمان، وهنالك بعض الظروف التي تساعد على منح الائتمان التجارية وهي الظروف الموسمية وظروف الطوارئ.

ويمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون كلفة إذا تم منح الائتمان بدون شروط دفع، وفي ضوء ذلك نستطيع القول بان الائتمان التجاري يوفر السيولة النقدية للمشاريع التي لا تستطيع الحصول على الأموال عن طريق وسائل تمويل أخرى بسبب ظرف مالي أو قانوني، ويعتبر الائتمان التجاري أحد الوسائل المهمة في الوقت الحاضر لترويج وتسويق البضاعة، لان منح الائتمان التجاري لا يستند على فكرة الحصول على الأرباح والإيرادات العاجلة بعد كل عملية بيع فقط، بل ان مانح الائتمان التجاري ينظر إلى زبائنه الجدد والقدامى، ويهتم بكسب اكبر عدد من المتعاملين الجدد باستمرار وبكميات كبيرة، وتختلف أهمية الائتمان التجاري في التمويل من مشروع إلى أخر من حيث فترة الائتمان وحجم نشاط المشروع وملاءته المالية وقدرته الائتمانية ورغبته في الاستثمار من خلال هذا المصدر التمويلي، الذي قد يصبح مصدرا أوتوماتيكيا للتمويل إذا كانت هنالك فائدة باستخدام هذا المصدر، وتزداد الحاجة إلى الائتمان التجاري مع زيادة حجم المبيعات والإنتاج.

وهنالك أسلوبان لمنح الائتمان التجاري هما الحساب الجاري وأوراق الدفع:

1- الحساب الجاري: وهو من اسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الإجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكيد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد.

ويتم التعامل بمثل هذا النوع من الائتمان بواسطة أجهزت الاتصال المتاحة أي من خلال استعمال الهاتف والفاكس دون توقيع أي مستند أو مطالبة العميل بتقديم

أي وثيقة أو ضمانات وتعد الفاتورة وقيمتها ضمان لتحديد مبلغ الائـتمان لصـالح المـورد، إذ يمكـن اعتمادها لغرض المطالبة بحقوقه من العميل إضـافة إلى إنهـا تظهـر في ميزانيـة المـورد والعميـل في حسابات الذمم المدينة والدائنة.

2- أوراق الدفع: هي وثيقة ماليـة يتعهـد بموجبهـا محررهـا القيـام بتسـديد مبلـغ البضـاعة الموردة أليه في تاريخ محـدد، وتعتـبر هـذه الوثيقـة دليـل قـانوني عـلى مديونيـة العميـل للمورد لا يمكن إنكارها، إذ يتم استخدام الكمبيالات أو السند الأذني لإثبات عملية البيـع على الحساب في بعض عمليات منح الائتمان، والميزة الأساسية للبيع بهـذه الطريقـة هـي إمكانية خصم قيمة الكمبيالة من قبل المورد لذلك تجعل المورد في مركز قوي خاصة عنـد حلول موعد الاستحقاق.

العوامل التي تؤثر على منح الائتمان التجاري

1- قوة وملاءة المركز المالي للمورد الذي يحدد مقدار الائتمان التجـاري الممنـوح للمشـتري وفـترة هـذا الائتمان.

2- رغبـة البـائع في تخفـيض حجـم المخـزون والـتخلص منـه واعتبـار مـنح الائـتمان إحـدى الوسـائل الاقتصادية لتخفيض كلفة الخزن وتنشيط المبيعات والحصـول عـلى رضـا المسـتهلك وكسـب عمـلاء جدد.

3- درجة خطر الائتمان التجاري أي درجة احتمال تحول الديون إلى ديون معدومة وهذا الأمر مـرتبط بنوعية البضاعة وطبيعة العملاء، ودرجة نشاطهم والفترة الزمنية اللازمـة لتسـويق البضـاعة والتـي تؤثر على تحديد حجم الائتمان وتكرار الحصول علية.

4- طبيعـة السـلعة المباعـة أي مـدى كونهـا بضـاعة جديـدة أو موسـمية، فأحيانـا تتكـدس البضاعة في المخـازن إذا كانـت الكميـة المعروضـة اكـثر مـن المطلوبـة وخاصـة في مواسـم معينة.

5- اشتداد المنافسة في السوق بين الموردين وموقع العملاء فيه ولتحقيق عنصر الرضا لدى العملاء إضافة إلى معالجة حالة الكساد السائد في الاقتصاد.

تكاليف الائتمان التجاري

قد يكون الائتمان التجاري بدون تكاليف عندما لا يضع المورد شروط دفع عند البيع، أما الائتمان الذي يمنح بشروط دفع فيمكن قياس تكاليفه عن طريق مقدار الخصم النقدي الممنوح، فإذا كانت شروط الدفع (10/2 صافي 30 يوم) يعني هذا ان المشتري يحصل على خصم 2% إذا دفع خلال عشرة أيام الأولى، وسيدفع 2% من قيمة الفاتورة مقابل استعمال الائتمان لمدة عشرين يوما، وهي كلفة الائتمان إذا لم يدفع خلال العشرة أيام الأولى ويمكن احتسابها كما يلي:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{1-\text{نسبة الخصم}} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}}$$

مثال:

منح أحد الموردين بضاعة بمبلغ 1000 دينار إلى شركة الاتحاد العربي بشروط دفع 10/2 صافي 30 يوم.

المطلوب: احسب كلفة الائتمان التجاري إذا علمت ان الشركة لم تستفيد من الخصم الممنوح لها؟

$$\frac{0.02}{1-0.02} \times \frac{360}{30-10} = \frac{0.02}{0.98} \times \frac{360}{20} = 36.6\ \%$$

إن المعدل أعلاه يبين ارتفاع كلفة الائتمان التجاري خاصة في حالة توفر ائتمان مصرفي بفائدة اقل من 36.6%، وعلى الإدارة المالية ان تقرر إمكانية الاستفادة من القروض المصرفية المتاحة بفائدة اقل لكي تتم الاستفادة من الخصم، إذا كان معدل الفائدة على القروض المصرفية مخفضة مقارنة بكلفة الائتمان التجاري.

وهنالك عدة طرق يتم بموجبها منح الائتمان التجاري وهي ما يلي:

1- الائتمان التجاري بدون خصم نقدي ويمنح للعميل بدون شروط دفع، إذ يتم تحديد المدة المسموح بها للدفع دون خصم فمثلا (صافي 30 يوم) يعني ان يتم تسديد ثمن البضاعة خلال (30) يوم فقط دون خصم وبذلك لا يتحمل المشتري أية كلفة من هذا النوع من الائتمان.

2- تحديد مدة الائتمان التجاري مع منح الخصم النقدي، فبالإضافة إلى منح فترة لتسديد قيمة الفاتورة قد يمنح المورد خصم نقدي إلى العميل والخصم هو تخفيض قيمة السلع والبضائع والخدمات المقدمة إذ تم دفع قيمة الفاتورة خلال الفترة الأولى من الائتمان التجاري بهدف تشجيع العميل على سرعة التسديد، فمثلا شروط الدفع (15/3 صافي 40) تعني ان المشترى سيحصل على خصم 3% من قيمة البضاعة إذا قام بتسديد قيمتها خلال الخمسة عشر أيام الأولى، وفي جميع الأحوال يجب ان يسدد قيمة الفاتورة خلال أربعون يوما من تاريخ البيع.

أن منح الخصم النقدي يعود إلى أسباب عديدة على الرغم من تحمل الجهة المانحة للائتمان التجاري تكاليف جراء ذلك تقديم هذا الخصم، وتتوافق هذه التكاليف مع درجة الخطر نتيجة وجود احتمال التأخر في التسديد أو تحول مبالغ الائتمان إلى ديون معدومة إضافة إلى كلفة الخصم النقدي الممنوح، والمفروض بالمورد الذي قرر منح الائتمان التجاري قد حدد سعرين للبضاعة التي يتعامل بها حيث يكون سعر البيع خلال الفترة الأولى من شروط الدفع اقل من سعر البيع بالأجل، نظرا لارتفاع درجة المخاطر الناجمة عن عدم التسديد والاستفادة من السيولة المتولدة من التسديد المبكر للائتمان الممنوح، وفي ضوء ذلك منح الخصم النقدي يبنى على أساس دراسة تأثير العناصر آلاتية:

أ- كلفة استعمال مبالغ الائتمان.

ب- الخسائر المحتملة للديون المعدومة.

ت- نفقات منح الائتمان التجاري.

أ- كلفة استعمال الأموال: وهي كلفة مبالغ الائتمان التجاري الممنوح من المورد إلى العميل وتحسب بمقدار الأموال التي ينفقها خلال فترة الائتمان إلى تاريخ تحصيل هذه المبالغ، ان عدد الأيام التي يمنحها المورد كفترة سماح لعدم التسديد في شروط البيع يجب ان تحسب كلفتها على أساس فقدان الفرصة البديلة الناجمة عن استثمارها من قبل المورد، إضافة إلى كلفة تأخير تسديد هذه المبالغ من قبل العميل كلفة الفشل أو قد يفشل في تسديد قيمة البضاعة خلال الفترة المحددة في شروط البيع.

ب- خسائر الديون المعدومة: عزوف العميل عن التسديد بشكل مطلق يؤدي إلى تحمل المورد كلفة مبالغ الائتمان التجاري، ويؤدي الأمر إلى اعتبارها ديون معدومة وتقدر قيمتها كنسبة من مبلغ الائتمان التجاري الممنوح.

ت- نفقات منح الائتمان: يتطلب منح الائتمان إنشاء قسم خاص بمنح الائتمان التجاري يقوم بدراسة وفحص المركز المالي للعميل وجمع البيانات والمعلومات عنه للتأكيد من ملاءته المالية، إضافة إلى متابعة تسديده للمبالغ التي بذمته، ان عمليات المتابعة والرواتب المدفوعة للموظفين تعد كلفة تضاف إلى تكاليف منح الائتمان التجاري.

أسباب استخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل

1- الكلفة: ويقصد بالكلفة هنا انخفاض كلفة التمويل عند اعتماد الائتمان التجاري كوسيلة للتمويل وخاصة في حالة استفادة المشتري من فترة الخصم الممنوحة في شروط البيع أو إذا كان الائتمان بدون شروط تسديد، وكما ان الانخفاض في الكلفة قد يعود إلى قبول الموردين لمخاطر اكثر من الشركات المالية للمرونة التي يتمتع بها هذا الائتمان، لان هدف منح الائتمان التجاري هو جذب المزيد من العملاء والاحتفاظ بالعملاء الحاليين.

كما ان المورد يقوم بالمقارنة بين كلفة منح الائتمان ومن ضمنها إلغاء بعض الخدمات إلى العملاء، وكلفة استخدام وسائل الترويج الأخرى التي تساعد في

زيادة حجم المبيعات ومن ضمنها تخفيض الأسعار وإعداد الحملات والبرامج الإعلانية ومكافأة رجال البيع.

2- المصدر الوحيد المتاح للحصول على التمويل: أي في حالة عزوف المصرف عن منح التمويل أو التشدد في شروط منح الائتمان، يتجه العميل نحو الاستفادة من الائتمان التجاري نظرا لسهولة الحصول عليه.

3- السهولة في منح الائتمان: أن طبيعة منح الائتمان التجاري لا تتضمن إجراءات متعددة وروتينية أسوة بالتعامل مع المصارف أو المؤسسات المالية الأخرى، وعادة يتم منح الائتمان بوسائل الاتصال المتاحة، ويعتمد على فاتورة البيع لضمان الحصول على قيمة الائتمان دون المطالبة بتقديم أية وثائق، كما ان تعدد حالات التعامل تمنح العميل المرونة أحيانا في تأخير التسديد دون تحمل أية...

4- المرونة: ونقصد بالمرونة ان المورد يستعمل أسلوب البيع بالآجل عند احتياج استخدام هذا الأسلوب دون أية التزامات تجاه العميل، فالمورد الذي يتعامل بالبضائع الموسمية يفضل استخدام أسلوب البيع بالأجل لغرض تخفيض كلفة المخزون، وبالنسبة إلى المشتري فهو يحصل على الائتمان دون تقديم أية ضمانات أو رهن الأصول، ويكون المورد اكثر تفهما لظروف السوق والبيئة الاقتصادية في حالة وجود صعوبات في البيع.

ثانيا: الائتمان المصرفي

تحتاج المشاريع عادة خلال دورتها الاستثمارية والتشغيلية إلى التمويل قصير الأجل خلال فترة زمنية محددة لتغطية الاحتياجات خلال هذه الدورة أو التوسع في نشاط المشروع، وقد تكون هذه الاحتياجات موسمية أو لغرض شراء المواد الأولية أو زيادة تراكم المخزون السلعي، إضافة إلى أيجاد مصادر مالية سائلة لموازنة ارتفاع الذمم المدينة والتي تتزامن مع زيادة المبيعات بالآجل، وكذلك في حالة الحاجة إلى القرض قصير الأجل للاستفادة من الخصم النقدي عند الحصول على الائتمان التجاري.

(Self Liquidating) لأنها تساهم في دورة الإنتاج وبيع البضاعة والحصول على قيمة الذمم المدينة، عليه يمكن ان يسدد المشروع القرض بصورة تلقائية من خلال التدفقات النقدية التي يحصل عليها خلال مدة القرض، وعادة يشترط المصرف ان يتم تسديد قيمة القرض في فترة اقل من سنة، مع الحرص على تطابق الدورة النقدية للمشروع مع فترة القرض المصرفي.

ويعد التمويل قصير الأجل أحد الوسائل المهمة لتغطية الاحتياجات قصيرة الأجل في المشاريع، وتظهر القروض المصرفية في بند الخصوم المتداولة في ميزانية المشروع ويمكن استخدامها من خلال الاقتراض المباشر من البنك أو بواسطة القيام بخصم الكمبيالة المسحوبة على العملاء، وذلك نلاحظ ان الشركة تهتم باختيار المصرف الذي تتعامل معه لغرض الحصول على الأموال والمحافظة على أموالها المودعة في هذا المصرف.

وعلى هذا الأساس فعلى المدير المالي ان يختار المصرف الذي يتعامل معه استنادا إلى الاعتبارات التالية:

1- حجم البنك: ونقصد بذلك إمكانية البنك المالية وحجم المبالغ التي يتعامل بها، فالشركات الكبيرة عادة تختار البنوك الكبيرة لتتعامل معها بهدف توفير احتياجاتها إلى المبالغ الضخمة لتسيير أمورها التشغيلية أو الاستثمارية.
2- سياسة البنك الائتمانية: أي مقدار الأموال التي يمنحها البنك خلال فترة القرض، وكلفة منح الائتمان والشروط الأخرى التي يطلبها البنك.
3- مدى تنوع أنشطة البنك: ويقصد بها إمكانية البنك في التعامل مع الأنشطة التجارية المختلفة، ومدى توفر إمكانيات تقديم الاستشارات إلى العملاء المتعاملين معه، وتنوع الخدمات وتطورها في ضوء التطورات الحاصلة في طبيعة الخدمات المصرفية وتحديثها باستمرار.
4- قدرة إدارة البنك وكفاءته وسمعته ومدى احتمال تعرض المصرف للإفلاس والفشل أو الخسارة، وهذا بالطبع يؤثر على العميل في موضوع درجة الخطر الذي تتعرض له الإيداعات لدى المصرف.

5- علاقات البنك الخارجية سواء مع البنك الأخر أو مع البنك المركزي، وكلما تحسنت علاقات البنك كلما أدى ذلك إلى تحسين الخدمات المقدمة وارتفاع حجمها، ودلالة على ملاءته المالية وتحسن سمعته و إمكانية دخوله في شراكات مع البنوك الأخرى.

في ضوء ما جاء أعلاه على المدير المالي ان يختار بعناية فائقة البنك المناسب لحجم أعمال الشركة وأنشطتها واحتياجاتها المالية.

أنواع القروض قصيرة الأجل

تنوع القروض المصرفية قصيرة الأجل وتهتم الإدارة المالية بالقروض من حيث الضمانات أي كونها قروض قصيرة الأجل مضمونة أو قروض غير مضمونة.

ولذلك يمكن تقسيم أنواع القروض قصيرة الأجل إلى ما يلي:

أ- القروض غير المضمونة: يتم اعتماد منح القروض قصيرة الأجل غير المضمونة على أساس إنها قروض تسدد بشكل تلقائي، لتمويلها عناصر الأصول المتداولة التي لها القابلية على التحول باستمرار إلى سيولة نقدية مما يضمن تسديد هذه الالتزامات من النشاط الجاري الذي يمول بهذه القروض، وتمنح هذه القروض إلى المشاريع في مختلف القطاعات وعلى عدة أشكال وهي الاعتماد المفتوح والقروض المتجددة والقروض الخاصة بعمليات محددة الأهداف:

1- الاعتماد المفتوح: الاعتماد المفتوح عبارة عن اتفاق غير رسمي بين المصرف والعميل يحدد بموجبه الحد الأقصى لقيمة القرض غير المضمون، ويستفاد العميل من هذا القرض بشكل شبه دائم، ويمكن تجديد مدة القرض لسنة إضافية أخرى، ويطلب البنك المقرض من العميل تقديم الميزانية المعتمدة من المراجع القانوني لغرض تعزيز متانة المركز المالي.

2- القروض المتجددة: وهي نوع من الائتمان المصرفي قصير الأجل يتعهد بموجبه البنك تقديم قرض إلى العميل لمدة لا تتجاوز السنة، ويحدد قيمة القرض في هذا التعهد الذي يقدم رسميا إلى المستفيد، ويعد هذا التعهد ذو صفة قانونية يلتزم

البنك بموجبه بتقديم مبلغ القرض إلى المستفيد لقاء مصاريف التزام بالمبلغ غير المسحوب من قبل العميل، وهذه المصاريف يتحملها المستفيد كجزء من التعويض للبنك مقابل الالتزام بتقديم المبلغ في أي وقت يطلبه المستفيد، ويتم في العادة تجديد القرض لفترة تتجاوز السنة، ونتيجة لعمليات التجديد يعد أحيانا من القروض متوسطة الأجل.

مثال

تعهد مصرف الرافدين يمنح شركة المتنبي مبلغ 1000000 دينار وقد استخدمت الشركة مبلغ قدره 600000 دينار خلال فترة التعهد، فإذا كانت الفائدة بمعدل 5% وان مصاريف الالتزام 0.05% فما هي كلفة القرض المذكور؟

600000 × 5% = 30000 دينار مقدار الفائدة

400000 × 0.05% = 200 دينار كلفة مصاريف الالتزام

30000 + 200 = 30200 دينار كلفة القرض.

ب-القروض المصرفية المضمونة: هي تلك القروض التي تمنح لقاء المطالبة بتقديم ضمانات من قبل الشركات المستفيدة وخاصة تلك الشركات حديثة التأسيس، أو تلك التي تعاني من ضعف في ملاءته المالية أو المتعثرة في تسديد الالتزامات، وسيطلب البنك من هذه الشركات تقديم ضمانات نظرا لارتفاع درجة الخطر لهذا النوع من القروض بهدف تخفيض مقدار الخسائر المحتملة في حالة التعثر عن تسديد الالتزامات المترتبة عليها.

وقد تقوم بعض الشركات المستفيدة بتقديم الضمانات بهدف تخفيض الفائدة وتحسين شروط القرض، وفي جميع الأحوال فان الإدارة المالية تفضل الحصول على القروض غير المضمونة، لان تقديم الضمان يؤدي إلى تقييد حركة الشركة في التصرف بأصولها في المستقبل، مع الإشارة إلى ان تقديم الضمانات لا يعني انتفاء خطر الأنفاق كليا.

ما هي أنواع الضمانات التي تقدم إلى المصاريف للحصول على الائتمان؟

الائتمان المصرفي قصير الأجل؟

أبتـدءا لابـد ان نقـول ان المصرف لا يمـنح القـرض بنسـبة 100% مـن قيمـة الضـمان، لان هـذه الضـمانات تتعـرض إلى عوامـل متعـددة قـد تقلـل مـن قيمتهـا، ونسـتطيع ان نقـول ان هنالـك عـدد مـن الضمانات المقبولة من قبل ومنها ما يلي:

1- القروض المضمونة بأوراق تجارية: وهنالك نوع أخر جاء نتيجة الانتشار والتوسع في البيع بالأقسـاط أو على الحساب ويكون الاقـتراض هنـا بضـمان الأوراق التجاريـة التـي تثبـت مديونيـة المشـتري و تعهداتهم بدفع هذه الأقساط، وكذلك يقبل الاقتراض بضمان الأوراق المالية بالأسهم والسندات.

2- القروض المضمونة ببوليصة الشحن للبضائع: تعد بوليصـة الشـحن إحـدى الضـمانات المقبولـة مـن المصارف لتوفر بعض الصفات فيها، ولكونها تمثل شهادة باستلام البضاعة وهي وثيقة مكتوبة بنقـل وتسـليم البضـائع إلى شـخص أخـر، وتعتـبر مسـتندات تثبـت ملكيـة البضـائع المشـحونة بموجبهـا، وتستخدم عادة البوليصة في التجارة الخارجية عندما يحسب المصدر كمبيالـة عـلى المسـتورد قبـول الكمبيالـة، أو في حالـة عـدم دفـع قيمتهـا ويرسـل المصرف المعنـي في دولـة الشـحن أو البوليصـة مصحوبة بالكمبيالة المسحوبة على المصرف المعني في دولة المستورد لأجراء الـلازم بصـددها وتمـنح المصارف القروض بنسبة لا تزيد عن 80% من قيمة البوليصة.

3- القرض بضمان المخـزون: يعتـبر المخـزون مـن الموجـودات أو الأصـول المتداولـة، وهـو أداة مناسـبة لضمان القروض قصيرة الأجل وعادة يقوم المصرف بتحديد مبلـغ القـرض بنسـبة معينـة مـن قيمـة المخزون، وتختلف هذه النسبة حسب نوعية السـلعة المخـزون، ومـن حـق المصرف في حالـة عـدم تسديد القرض ان يقـوم ببيـع البضـاعة لاسـترداد قيمـة القـرض، ويفضـل المصرف البضـائع القابلـة للخزن لمدة معقولة ومدى عدم تعرضها إلى التلـف، وقـد تصـل قيمـة القـرض إلى 90% مـن قيمـة البضـاعة المخزونـة، إذ يـتم تكليـف منـدوبين عـن المصرف بتقيـيم البضـاعة عـلى أسـاس قابليتهـا

للخزن ومدة الخزن دون تعرضها للتلف، ومدى كونها بضاعة نمطية ولها القابلية على البيع ومقدار المصاريف المحتمل أنفاقها جراء عملية البيع.

4- القروض بضمان الحسابات المدينة: لقد تم قبول اعتماد الحسابات المدينة كضمانات لتقديم القروض إلى المشاريع، ولغرض الحصول على القروض بضمان الحسابات المدينة يشترط المصرف ان يتم تخصيص المبالغ التي يتم تحصيلها نفسه ان تمنح الجهة المستفيدة المصرف الحق في تحصيل الحسابات المدينة المخصصة للقروض قصيرة الأجل، مع بقاء الشركة المقترضة بالتزامه اتجاه المصرف بتسديد أية حسابات مدينة يتخلف أصحابها عن التسديد، ولذلك فالمبلغ الذي يدفع من هذه الحسابات يحول مباشرة إلى المصرف لتسديد قيمة القرض، وعادة يكون مبلغ القرض بنسبة اقل من قيمة الحسابات المدينة التي يتم تقديمها للمصرف، ويفرض المصرف في العادة معدل فائدة مرتفع بضمان الحسابات المدينة المدينة حسب ارتفاع درجة خطر هذه الحسابات.

طرائق احتساب الفائدة

يختلف معدل الفائدة حسب أسعار السوق والأداة المستثمر بها فالفائدة على السندات الحكومية تحدد من الدولة وتكون منخفضة نسبيا عن الفائدة في السوق نظرا لانخفاض درجة الخطر، أحيانا تختلف معدلات الفائدة حسب القطاعات التي تستخدم بها القروض وتهدف الدولة من ورائها تطوير القطاع أو جعله منافسا، كالقروض التي تمنح من قبل المصارف الصناعية أو الزراعية، كما ان بعض المصارف تتعامل بأسعار فائدة مختلفة بحسب طبيعة العميل الذي تتعامل معه، إذ يأخذ بنظر الاعتبار قدرته المالية وسمعته في السوق وأسلوبه في التسديد وعلاقته مع المصرف.

ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

1- احتساب الفائدة البسيطة (Simple Interest): يتم احتساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع

اصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساويا لمعدل الفائـدة الاسـمي وتحسـب كـما يلي:

كلفة فائدة القرض السنوية= نسبة الفائدة × اصل قيمة القرض × المدة

مثال

اقترض أحد المستثمرين مبلغ 1000000 دينار بفائدة 5% لمدة سنة، المطلوب تحديد مبلغ الفائـدة ومعدل الفائدة الحقيقي؟

$1000000 \times \%5 \times \frac{360}{360} = 50000$ **دينار كلفة القرض.**

معدل الفائدة الحقيقي $= \frac{50000}{1000000} = 0.5$ **أو** $\%5$

أما إذا كان القرض لمدة 180 يوم

$1000000 \times \%5 \times \frac{180}{360} = 25000$ **دينار كلفة الفائدة.**

2- الفائدة المخصومة: وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقـد مـع المصرف، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط سـوف لا يحصـل المقـترض عـلى كامـل قيمـة القرض، وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ سيكون اكبر من معدل الفائدة الاسمي، ولمعرفـة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي بالطرق التالية:

معدل الفائدة الحقيقي $= \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{اصل قيمة القرص} - \text{الفائدة المدفوعة}}$

$1000000 \times \%5 \times \frac{360}{360} = 50000$ **دينار مبلغ الفائدة**

$1000000 - 50000 = 950000$ **دينار المبلغ المقبوض**

$\frac{50000}{950000} = 5.26\%$ **الفائدة الحقيقة.**

3- احتســاب كلفــة القــرض بطريقــة الرصــيد المعــوض: تتضــمن بعــض الشروط عنــد مــنح الائـتمان المصرفي إلـزام العميـل بالاحتفـاظ بحـد أدنى مــن الرصـيد لـدى حسـابه في المصرف وتـتراوح هــذه النسـبة بـين 10% - 20% مــن قيمــة القــرض، والغــرض مــن

ذلك تقوية المركز النقدي للعميل، وان هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل.

مثال

اقتراض أحد المستثمرين مبلغ قدره 1000000 دينار بفائدة 5% لمدة سنة، وقد اشترط المصرف على العميل الاحتفاظ بمبلغ قدره 10000 دينار كحد أدنى لرصيد حسابه في المصرف.

المطلوب: بين معدل الفائدة الحقيقي للقرض؟

1000000 – 10000 = 990000 دينار المبلغ المستفاد منه فعلا من قبل المستثمر.

$$1000000 \times \%5 \times \frac{360}{360} = 50000$$ دينار مبلغ الفائدة

$$\frac{50000}{9900000} = \%5.05$$ معدل الفائدة الحقيقي.

مثال

تتفاوض إحدى الشركات مع المصرف للحصول على الائتمان المصرفي بمقدار 600000 دينار لمدة سنة، وقد قدم المصرف البدائل التالية لتنفيذ القرض.

- تنفيذ القرض بفائدة 14% على ان تدفع الفائدة في نهاية مدة القرض وبدون رصيد معوض.
- معدل الفائدة 12% ورصيد معوض 22% على ان تدفع الفائدة في نهاية مدة القرض.
- معدل الفائدة 10% ورصيد معوض 18% على ان يخصم مبلغ الفائدة عند توقيع العقد.

المطلوب أي من البدائل المقترحة ستختار؟

الحل:

البديل الأول

$600000 \times 14\% \times \frac{360}{360} =$ 84000 دينار مبلغ القاعدة.

معدل الفائدة الحقيقي = $\frac{84000}{600000}$ 14٪ البديل الأول

البديل الثاني

$600000 \times 22\% = 132000$ دينار الرصيد المعوض

$600000 - 132000 = 468000$ دينار مبلغ القرض الإجمالي

$600000 \times 12\% \times \frac{360}{360} = 72000$ دينار مبلغ الفائدة

$\frac{72000}{468000} = 15.3\%$.دينار معدل الفائدة الحقيقي للبديل الثاني

البديل الثالث

$600000 \times 18\% = 108000$ دينار الرصيد المعوض

$600000 \times 10\% = 60000$ دينار مقدار الفائدة

$60000 + 108000 = 168000$ دينار المبلغ المقتطع من إجمالي القرض

$600000 - 168000 = 432000$ دينار المبلغ المستفيد منه فعلا من إجمالي القرض

$\frac{60000}{432000} = 13.8\%$ معدل الفائدة الحقيقي للبديل الثالث .

سنختار البديل الثالث لان معدل الفائدة الحقيقي يساوي 13.8% .

مقارنة بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي

1- يعتبر الائتمان المصرفي اقل كلفة مقارنة بالائتمان التجاري.

2- يعد الحصول على الائتمان المصرفي بمثابة تقييم للشركة، لان المصرف لا يمنح الائتمان ألا إذا كان متأكد من قدرة الشركة على تسديد خدمة القرض، وان معايير منح الائتمان المصرفي يقوم في ضوء الدراسات المالية والاقتصادية والتجارية للشركة التي تحصل على الائتمان.

3- يتمتع الائتمان التجاري بالمرونة مقارنة بالائتمان المصرفي سواء من حيث طريقة التسديد او من حيث الاستخدام أو التوسع في الائتمان.

4- لا يطلب مانح الائتمان التجاري أية ضمانات او إجراءات روتينية مقارنة بالائتمان المصرفي.

5- من الممكن الاستفادة من الائتمان التجاري بصورة غير مباشرة عن طريق تأخير معدل التسديد واستخدام الأموال المتاحة في الاستثمارات.

اختيار مصادر التمويل الخارجية

يتأثر اختيار مصدر التمويل المناسب بالعديد من العوامل منها عوامل داخلية تتعلق بالمشرع نفسه وعوامل خارجية فطبيعة السياسات المالية المتبعة وهدف المشروع وإمكاناته المالية وسمعته في السوق وكفاءة الإدارة والنظرة المستقبلية والسياسات المالية والنقدية المعتمدة ومدى توفر التمويل ومصادره وكلفته، كلها عوامل تؤثر على اختيار أسلوب التمويل الأمثل وعلى العموم هنالك مصدرين أساسيين للتمويل:

المصدر الأول: الاقتراض (Debt) والمقصود هو الحصول على الأموال من الغير على شكل قروض من خلال إصدار السندات أو القروض المصرفية طويلة الأجل.

المصدر الثاني: الملكية (Equity) وهو المصدر الذي يعتمد على أموال أصحاب المشروع من خلال إصدار اسهم جديدة أو استخدام الأرباح المحتجزة والاحتياطات للتمويل.

ولكلا المصدرين خصائص وكلف وفترة استحقاق وضمانات تظهر من خلال البيانات والمعلومات الخاصة بالإصدار او عقود الاقتراض، والتي تكون بشكل شروط خاصة تتضمنها إصدارات الأسهم والسندات، ونلاحظ اختلاف مصادر التمويل المختارة من مشروع إلى آخر حسب إمكانياته وقدرته على التسديد فالمشاريع الجديدة تعتمد على قدرتها وتمول اصولها من مواردها الداخلية بنسبة كبيرة رأسمالها، نظرا لصعوبة حصولها على الأموال من المصادر الخارجية التي عادة تفرض شروط متشددة عند منحها القروض، أما المشاريع القائمة والتي تكون على شكل الأسهم العادية والممتازة في تمويل احتياجاتها، والشركات الكبيرة والضخمة التي سمعتها راسخة في السوق تستطيع استخدام كافة

الوسائل المتاحة في الحصول على التمويل، إذ إنها تستمد حصانتها من قوة مركزها المالي ومن سمعتها بدرجة كبيرة.

العوامل التي تؤثر على مصادر التمويل

ان اختيار مصادر الأموال المناسبة أي تحديد الهيكل التمويلي الملائم للمشروع يؤدي إلى تخفيض التكاليف إلى أدنى حد ممكن، وان اختيار مصادر تمويل الاستثمارات المناسبة يعتمد على العديد من العوامل ذات الطابع التنافسي وأخرى ترتبط بالمشروع وطبيعة أعماله وظروفه والحالة الاقتصادية في البيئة المحيطة، وان مهمة المدير المالي هي اختيار مصدر التمويل المناسب بأقل كلفة مقارنة بالشروط والقيود التي تعرض من قبل الممولين، ويمكن تصنيف هذه العوامل إلى عوامل داخلية ترتبط بالمشروع نفسه وعوامل خارجية وكما يلي:

أولا: العوامل الداخلية

1- طبيعة الاستثمارات القائمة والمقترح تنفيذها والتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها ومركز المشروع ودرجة ملاءته المالية.
2- تركيب هيكل راس المال ونسبة المديونية ودرجة سيولة الأصول ونسبة عنصر النقدية من هذه الأصول ومعدل دوران البضاعة في المخزن.
3- أسعار الأسهم للمشاريع المنافسة في السوق المالي، وقدرته على الاستمرار.
4- المخاطر التي يتعرض لها المشروع أو الاستثمارات المقترح تنفيذها.
5- كفاءة إدارة الشركة وسمعتها.

ثانيا: العوامل الخارجية

هنالك العديد من العوامل الخارجية التي تؤثر على اختيار مصدر التمويل نذكر قسم منها على سبيل المثال وهي:

1- معدل أسعار الفائدة في السوق المالي ومدى توفر البدائل للتمويل.

2- القوانين التي تحكم عملية إصدار أدوات التمويل والشروط المطلوب تحققها عند عملية الإصدار كالضمانات المطلوبة وحجم الاحتياطات الواجب احتجازها.

3- معدلات الضريبة على الدخل.

4- الدورات الاقتصادية من تضخم وكساد اقتصادي ومدى تأثير ذلك على المشروع ونسبة هذا التأثير.

5- طبيعة الاقتصاد والنشاط الاقتصادي ودرجة انفتاح السوق والمنافسة ونوعية الاتفاقيات الاقتصادية الدولية المنظمة أليها الدولة كاتفاقيات منظمة التجارة العالمية والتجارة الحرة بين الدول وغيرها من الاتفاقيات.

طرق اختيار مصادر التمويل

تعتمد الطريقة المتبعة في تقييم مصادر التمويل على الهدف من ذلك، ويمكن قياس تكلفة مزيج هيكل راس المال الأمثل من خلال استخدام طريقة التكلفة المرجحة للأموال وأوزانها في ضوء هيكل راس المال المشروع، وتعتمد طريقة كلفة الأموال بواسطة حساب كلفة التمويل لكل مصدر من مصادر التمويل المختارة، كما يتم استخدام طريقة حساب ربحية السهم الواحد من خلال استخراج معدل الربح للسهم الواحد.

مثال

قررت شركة العراق الصناعية استثمار مبلغ 3000000 دينار لتنفيذ أحد المشاريع، وتستطيع الشركة تغطية كلفة الاستثمار من خلال مصادر التمويل الآتية:

البديل الأول: إصدار اسهم عادية بقيمة 50 دينار للسهم الواحد.

البديل الثاني: إصدار اسهم ممتازة بقيمة اسمية 10 دينار للسهم الواحد وبمعدل ربح 6%.

البديل الثالث: إصدار سندات عادية بقيمة اسمية 1000 دينار للسند، بمعدل فائدة 5%.

وقد كان هيكل رأسمال الشركة الحالي يتكون من المصادر الآتية:

4000000 دينار سندات بفائدة 4%

3000000 دينار اسهم ممتازة بمعدل ربح 5%

8000000 دينار اسهم عادية بعدد (160) ألف سهم.

وقد حققت الشركة المذكورة ربحا في السنة الماضية قدره 2000000 دينار قبل اقتطاع الفوائد والضرائب، فإذا كان الاستثمار الجديد يؤدي إلى زيادة الأرباح بمقدار 25% من أرباح السنة الماضية وان معدل الضريبة على الدخل 50%.

المطلوب: بين افضل مصدر لتمويل الاستثمار الجديد بطريقة العائد للسهم الواحد؟

الحل: مقدار الزيادة في الأرباح عن الاستثمار الجديد = 2000000 × $\frac{25}{100}$ = 500000 دينار.

إجمالي الربح المتوقع بعد توسيع الاستثمار = 2000000 + 500000 = 2500000 دينار

فوائد السندات القديمة = 4000000 × $\frac{4}{100}$= 160000 دينار

فوائد السندات الجديدة = 3000000 × $\frac{5}{100}$ = 150000 دينار

أجمالي كلفة التمويل بالسندات = 160000 + 150000 = 310000 دينار

حصة الأسهم الممتازة من الأرباح الحالية = 3000000 × $\frac{5}{100}$ = 150000 دينار

حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المتوقعة = 3000000 × $\frac{6}{100}$ = 180000 دينار

أجمالي كلفة التمويل بالأسهم الممتازة = 150000 + 180000 = 330000 دينار

عدد الأسهم العادية الحالية 160000 سهم

عدد الأسهم العادية في حالة تمويل التوسع بها = $\frac{3000000}{50}$ = 60000 سهم

أجمالي عدد الأسهم في حالة التمويل بها = 160000 + 60000 = 220000 سهم

البيان	البديل الأول	البديل الثاني	البديل الثالث
مصدر التمويل	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أجمالي الأرباح المتوقعة	2500000	2500000	2500000

البيان	البديل الأول	البديل الثاني	البديل الثالث
فوائد السندات (-)	310000	16000	160000
الربح الخاضع للضريبة	2190000	2340000	2340000
ضريبة الدخل 50%	1095000	1170000	1170000
الربح الصافي	1095000	1170000	1170000
حصة الأسهم الممتازة	150000	330000	150000
الربح القابل للتوزيع	945000	840000	1020000
عدد الأسهم العادية	160000	160000	220000
ربح السهم الواحد	5.90	5.25	4.65

إذن سوف نختار التمويل بالسندات لأنه يحقق اكبر عائد على السهم الواحد بعد إضافة الاستثمارات الجديدة.

أسئلة وتمارين الفصل الرابع عشر

1- عرف مصادر التمويل؟

2- ما هي أنواع مصادر التمويل للمشروع؟

3- أذكر أنواع مصادر التمويل الداخلية؟

4- ماهي أنواع مصادر التمويل الخارجية؟

5- أذكر أنواع قيم السهم، وعرف كلأ منها؟

6- أذكر مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم؟

7- ماهي حالات إصدار الأسهم الممتازة؟

8- أذكر أنواع الحوافز التي تمنح لحاملي الأسهم الممتازة؟

9- عرف السندات وما هي خصائصها وأنواعها؟

10- أشرح السندات القابلة للاستدعاء؟

11- أذكر أساليب منح الائتمان التجاري؟

12- ماهي العوامل التي تؤثر على منح الائتمان التجاري؟

13- أذكر أسباب استخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل؟

14- قارن بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي؟

15- أشرح العوامل التي تؤثر على مصادر التمويل؟

16- وضح أهمية معرفة القيمة الدفترية للسهم العادي عند شرائك للسهم المذكور بسعر السوق؟

17- بين العوامل التي تشجع المستثمرين وأصحاب المشروع على استخدام الأسهم الممتازة في التمويل؟

18- علل حرص الشركات على منح حملة الأسهم الممتازة حقوقهم السنوية وبدون تأخير؟

19- تستخدم الشركة المصدر للسندات حقها في الاستدعاء، بين العناصر التي تدفعها لاستخدام ذلك؟

20- تمنح الإدارة المالية أهمية كبيرة عند دراسة استخدام التمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية، وضح ذلك في ضوء المزايا والعيوب التي تؤثر على التمويل بإصدار الأسهم العادية؟

21- بين العناصر التي تشجع المورد لمنح الخصم النقدي عند استخدام أسلوب الائتمان التجاري في التعامل مع العملاء؟

22- ان الحصول على الائتمان المصرفي يعد تقييم جيد للشركة المقترضة علل ذلك؟

التمارين

تمرين(1): تم شراء بضاعة بكلفة 2000 دينار بشروط دفع 10/2 صافي 40، وقد توفرت للشركة بديل بالحصول على المبلغ المذكور بفائدة قدرها 11% من أحد المصارف.

المطلوب: بين كلفة الائتمان التجاري وافضل مصدر للتمويل؟

تمرين(2): قررت شركة الخور نق عام 2003 توسيع مشاريعها بكلفة 8000000 دينار، وقد توفرت مصادر التمويل التالية:

إصدار اسهم عادية جديدة بسعر 40 دينار للسهم.

إصدار سندات بفائدة 7%.

إصدار اسهم ممتازة بقيمة دينار (200) للسهم وبنسبة ربح 8%.

أن رأسمال الشركة قبل التوسيع يتكون مما يلي

1800000 دينار اسهم عادية (600000) سهم.

600000 دينار سندات بفائدة 6% سنويا.

500000 دينار اسهم ممتازة بأرباح 7% سنويا.

وقد بلغت أرباح الشركة عام 2020 (500000) دينار قبل اقتطاع الفوائد والضرب وتوقع الشركة زيادة أرباحها بنسبة 18% من كلفة الاستثمار الجديد وان معدل ضريبة الدخل 40%.

المطلوب: بين افضل مصدر لتمويل التوسع في الاستثمار؟

تمرين(3): قررت شركة أور توسيع مشاريعها بكلفة 2000000 دينار، وقام المدير المالي بإعداد دراسة عن البدائل المتاحة لمصادر تمويل المشروع وقدم المقترحات التالية:

أ- إصدار سندات بفائدة سنوية 9%.

ب- إصدار اسهم ممتازة بربح قدره 11%.

ت- إصدار اسهم عادية بسعر 10 دينار للسهم الواحد.

مع العلم ان الهيكل المالي الحالي للشركة يتكون مما يلي:

150000 دينار سندات بفائدة 4%.

124000 دينار اسهم ممتازة بنسبة ربح 5%.

450000 دينار اسهم عادية (300000 سهم).

وقد بلغت أرباح الشركة لعام 2020 (1240000) دينار قبل الفوائد الضرائب، وتتوقع زيادة أرباحها بنسبة 5% من أرباح السنة الماضية وكان معدل الضريبة 40%.

المطلوب: بصفتك المدير المالي للشركة المذكورة بين المصدر التمويلي المناسب الذي تنصح باختياره؟

تمرين(4): أصدرت شركة الرازي 4000 سند بقيمة 4000000 دينار تستحق الدفع بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 6% من قيمة السند، ونتيجة أسعار الفائدة في السوق اقتراح المدير المالي إصدار سندات جديدة بفائدة 5% وبنفس فترة الإصدار القديم، على أن تتحمل الشركة كلفة إصدار بمقدار 80000 دينار، ودفع علاوة استدعاء بمقدار 100 دينار للسند الواحد مع العلم ان معدل الضريبة 50%؟

المطلوب: بين الجدوى من تبديل إصدار السندات القديمة بسندات جديدة؟

تمرين(5): تم منح أحد العملاء بضاعة بمبلغ 10000 دينار بشروط دفع 10/3 صافي 50 يوم.

المطلوب: بيان كلفة الائتمان التجاري في حالة عدم الاستفادة من الخصم الممنوح؟

الفصل الخامس عشر

الموازنة الرأسمالية قرارات الإنفاق الاستثماري

Capital Budget: Investment Expenditure Decisions

الفصل الخامس عشر

الموازنة الرأسمالية قرارات الإنفاق الاستثماري

Capital Budget: Investment Expenditure Decisions

الموازنة الرأسمالية هي عملية تحديد وتقييم وتخطيط وتمويل مشاريع الاستثمارات الرئيسية في المنشأة، فقرارات الموازنة الرأسمالية هي كل قرار يتطلب الإنفاق الآن لتحقيق عائد في المستقبل. إن إعداد الموازنة الرأسمالية يتمثل في عملية تحديد وتقييم وتخطيط وتمويل المشروعات الرأسمالية الضخمة المتعلقة بالمنشآت، فقرارات التوسع في التسهيلات الإنتاجية أو شراء آلة إنتاجية جديدة أو كمبيوتر جديد ليست إلا أمثلة لقرارات الإنفاق الرأسمالي، هذا مع الأخذ في الاعتبار إن القرارات الرأسمالية التي يتم اتخاذها الآن تحدد إلى حدٍ كبير نجاح المنشأة في تحقيق أهدافها في السنوات القادمة. ومن هنا فإن إعداد الموازنة الرأسمالية يلعب دورا هاماً في نجاح الكثير من المنشآت في الأجل الطويل وذلك بسبب خاصيتين تميز إن هذا التقييم عن أغلب العناصر الأخرى المتعلقة بإعداد التقديرات والتنبؤات للمنشأة في المستقبل.

15-1: المفهوم والأهمية Concept and Importance

تتضمن موازنة رأس المال تلك القرارات التي تتخذها الإدارة المالية، المتعلقة بالاستثمار في الموجودات الثابتة ويشير رأس المال هنا إلى الموجودات الثابتة المستخدمة في الإنتاج. في حين أم الموازنة هي خطة تضم تفاصيل التدفقات والانسيابات خلال مدة مستقبلية محددة وعليه، فإن موازنة رأس المال هي خطة الإنفاق الاستثماري في الموجودات الثابتة والعملية المتكاملة التي تضطلع بها الإدارة المالية لتحليل المشروعات الاستثمارية واتخاذ القرارات اللازمة لشمول الاستراتيجي للمنشأة. لأن الموجودات الثابتة تحدد مستقبل المنشأة، أي نجاحها أو فشلها ويقصد بالمشروع هنا إما منشأة جديدة، أو توسعة أو إضافة استثمارية محددة لمنشأة قائمة أو استبدال بعض موجوداتها الثابتة.

توجد مجموعة من الأسباب التي تجعل موازنة رأس المال ذات أهمية كبيرة للمنشأة، منها:

1- الالتزام بالمشروعات الاستثمارية يقلل من مرونة اتخاذ القرارات اللاحقة وذلك نظرا إلى أن نتائج القرارات موضوع البحث تمتد لأجل طويل أي أن اتخاذ القرارات الحالية يفقد المنشأة مرونة الحركة المستقبلية إلى حد كبير.

2- ضرورة وضع تنبؤات طويلة الأجل بالمبيعات، تتناسب مع طول أجل المشروعات الاستثمارية.

3- يؤدي التنبؤ الخاطئ بمتطلبات المنشأة من الموجودات الثابتة إلى نتائج خطيرة فالاستثمار دون الحد المطلوب يعني عدم تجديد الموجودات الثابتة وبالتالي عدم استيعاب التطورات التكنولوجية مما يقلل من القدرة التنافسية للمنشأة إضافة إلى أن انخفاض الطاقة الإنتاجية يعني فقدان المنشأة لجزء من حصتها في السوق إلى المنافسين وبالتالي، فإن الاستثمار فوق الحد المطلوب يعني خلق الطاقة الفائضة وزيادة الكلفة الثابتة للوحدة الواحدة من المنتوج.

4- ضرورة وجود دراسات جدوى لغرض اتخاذ القرار الاستثماري في الوقت المناسب، مما يعني ضرورة الاستمرار في إعداد هذه الدراسات.

5- تؤدي الموازنة الفعالة لرأس المال إلى تحسين كل من توقيت شراء الموجودات الثابتة ونوعيتها، فالمنشأة التي تسطيع التنبؤ باحتياجاتها الثابتة مقدما تستطيع شراء ونصب تلك الموجودات وتشغيلها في الوقت المناسب كما أن مثل هذا التوقيت الدقيق يجعل المنشأة قادرة على شراء الموجودات الثابتة قبل الوقت الذي ترتفع فيه أسعار المبيعات في السوق، أي قبل تكدس الطلبات على تلك الموجودات، ومقل ذلك التكدس يؤدي إلى تأخير إنتاج الموجودات الثابتة وانخفاض نوعيتها.

6- نظرا إلى أن الموجودات الثابتة تتطلب إنفاقا استثماريا كبيرا فإن على المنشأة أن تضع الخطط اللازمة للحصول على مصادر التمويل اللازمة وذلك قبل عدة سنوات من الإنفاق الفعلي.

2-15 اقتراح المشروعات الاستثمارية وتبويبها

Suggesting and Classifying Investment Projects

تؤسس المشروعات الاستثمارية من قبل المنشأة مقارنة بالاستثمارات المالية في الأسهم والسندات المطروحة في الأسوق المالية. وضوء طلبات الزبائن، مثلا، يمكن للمنشأة أن تدرس سوق المنتوجات الجديدة، بالاستعانة بوحدة بحوث التسويق فيها. فإذا ما ظهر أن السوق يستوعب المنتوج الجديد، تجري دراسة المشروع من قبل المهندسين والاقتصاديين ومحاسبي الكلفة. لغرض تقدير حجم الطلب، والمبيعات، وكلفة المبيعات، والمصروفات التشغيلية والدخل الصافي، ويعتمد النمو المتواصل للمنشأة وقدرتها التنافسية في السوق على سيل من المشروعات المقترحة باستمرار وبوجه خاص من قبل وحدة البحث والتطوير وتمنح المنشآت المعاصرة الحوافز المتنوعة للمدراء والعاملين في مختلف المستويات التنظيمية لغرض دفعهم إلى اقتراح المنتجات والأسواق الجديدة أو تطوير القائم منها، وخفض الكلف.

يمكن تبويب المشروعات الاستثمارية في مجموعات متجانسة على النحو الاتي:

1- المشروعات الاستبدالية: صيانة الموجودات الثابتة: وهي المشروعات المخصصة لصيانة الموجودات الثابتة المندثرة (الهالكة) أو المتضررة المستخدمة في الإنتاج.

2- المشروعات الاستبدالية: خفض الكلف: Substitution Project: وهي المشروعات المكرسة لاستبدال المكائن والمعدات المتقادمة بهدف خفض الكلف التشغيلية (مواد، عمل مباشر، مصروفات غير مباشرة).

3- المشروعات التوسعية Expansion Projects: وهي المشروعات الهادفة إلى توسيع تشكيلة المنتجات (السلع والخدمات) الحالية، أو الدخول في أسواق أو مناطق جديدة.

4- مشروعات الأمان والبيئة: هي مشروعات الغرض منها تطبيق التشريعات والقواعد الحكومية بشأن حماية العاملين أثناء العمل، أو المحافظة على البيئة من التلوث، وهي غالبا مالا تكون مربحة بحد ذاتها.

5- الأخرى: وهي مشروعات متنوعة تخدم عمليات المنشأة مثل ساحات وقوف السيارات، المباني الإدارية.

وتنعكس أهمية كل مجموعة من المشروعات أعلاه في الجهود المبذولة لإنجازها والأموال المخصصة لها والصلاحيات المخولة لاتخاذ القرارات بشأنها فكلما ازدادت أهمية المشروعات والمبالغ اللازمة لها كلما كانت صلاحية إقرارها في مستوى تنظيمي أعلى وتتسم المشروعات اللازمة للصيانة بكونها متكررة وأقل تجديدا، وقد تكون أحيانا محدودة التخصيصات. وهذا قياسا بإدخال تكنولوجيا جديدة لانخفاض تكاليفها وتوسيع المنتجات والأسواق التي تتطلب اهتماما كبيرا، وجهودا متنوعة، وأموالا كبيرة نسبيا وصلاحيات لدى المستويات الأعلى.

3-15 المجرى النقدي في المشروعات الاستثمارية Cash Flow in Investment Projects

أ- تقدير المجرى النقدي Estimating Cash Flow: يعتبر تقدير المجرى النقدي من أهم وأعقد الخطوات في دراسة المشروعات الجديدة ويشمل تقدير المجرى النقدي تقدير كل من التدفقات اللازمة لتنفيذ المشروع والانسيابات المتحققة للمنشأة من تشغيل المشروع وتسويق منتجاته، فهناك مجموعة كبيرة ومتنوعة من المتغيرات اللازم تحديدها ودراستها مثل: عدد الوحدات المتوقع بيعها وأسعار البيع وهيكل السوق (المنافسة، الاحتكار..) وطبيعة الطلب وهيكل الكلف الثابتة والمتغيرة ومصادر توريد المواد والعاملين ومصادر التمويل وغيرها.

ب- تحديد المجرى النقدي ذي العلاقة Determining the Related Cash Flow: من المهم في المشروعات الاستثمارية تحديد التدفقات النقدية ذات العلاقة، وهي تلك التدفقات التي يجب أن تؤخذ بنظر الاعتبار عند أتخاذ القرار الاستثماري. وهناك قاعدتين أساسيتان بهذا الخصوص هما:

- اعتماد موازنة رأس المال على التدفقات النقدية وليس على الربح المحاسبي،
- التدفقات النقدية ذات العلاقة هي المضافة فقط.

1- المجرى النقدي وليس الربح المحاسبي Cash Flow and Not Accounting Profit

فالمجرى النقدي الربح (الدخل) المحاسبي مضافا إليه الاندثار.

المجرى النقدي = الربح المحاسبي + الاندثار

وتعتمد موازنة رأس المال على المجرى النقدي السنوي التقديري عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.
ومن المعروف أن الربح المحاسبي يستخرج بالمعادلة الآتية:

وتعتمد موازنة رأس المال على المجرى النقدي السنوي التقديري عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.
ومن المعروف أن الربح المحاسبي يستخرج بالمعادلة الأتية:

الربح المحاسبي = المبيعات – (التكاليف + الاندثار + الضرائب)

مثال ذلك: 250000 – (120000 + 40000 + 30000) = 60000 دينار

أما المجرى النقدي فهو: المجرى النقدي= الربح + الاندثار

= 60000 + 40000 = 100000

فالمشروع الاستثماري يأتي بمردود ضاف (دخل) يتضمن جزئين: إعادة رأس المال، والدخل للمستثمر ولذلك فلا تضاف كلفة الاندثار إلى مجموعة الكلف وإنما ينظر للمشروع وكأنه يعيد أصل رأس المال للمالك من خلال الاندثار. أما السبب الثاني لعد إضافة الاندثار إلى مجموعة الكلف فلأن الاندثار هو كلفة غارقة، لا تدخل في حيثيات اتخاذ القرارات الاستثمارية حول قبول أو رفض المشروع، على النحو الذي سيرد ذكره لاحقا.

2- المجرى النقدي المضاف Incremental Cash Flow: إن ما يتعد به في تقييم المشروعات الاستثمارية المجرى النقدي المضاف أو الإضافي الناشئ عن المشروع الجديد أو بسببه. فهو مضاف لأنه يمثل التغيير في مجموع المجرى النقدي للمنشأة، بسبب إقرار المشروع الجديد.

3- التكاليف الغارقة Sunk Costs: لا تدخل التكاليف الغارقة، في مجموعة الكلف المضافة فهي إنفاق سبق الالتزام به أو سبق صرفها في الماضي، وبالتالي فهي موجودة سواء تم تنفيذ المشروع الجديد أم لا. وعليه فهي لا تؤثر في قرارات قبول

أو رفض المشروع الجديد. وقد يكون المشروع الجديد مرفوضا لو تضمن التكاليف الغارقة، ولكنه يصبح مقبولا لو حذفت من مجموع التكاليف.

4- كلفة الفرصة أو الكلف الفرصية Opportunity Costs: وتمثل ذلك المجرى النقدي الذي يمكن للمنشأة تحقيقه لو أنها استخدمت الموجودات في غير المشروع الجديد.

5- الأثار الأخرى للمشروع على المنشأة: قد تكون للمشروع الجديد أثار أخرى على المنشأة سلبا أو ايجابا فقد تؤدي تنفيذه إلى فقدان المنشاة إيرادات معينة، مثل، إدخال منتوج جديد قد يقلل من مبيعات منتوج قائم حاليا، أو أن يؤدي المشروع الجديد إلى زيادة مبيعات المنتجات القائمة بسبب خلق تشكيلة أفضل أمام المستهلك ومثل هذا الآثار الجانبية (الاقتصاديات الخارجية) لابد أن تؤخذ بنظر الاعتبار في النظرة المتوازنة والشاملة لجدوى المشروع الجديد

ج- الزيادة في متطلبات صافي رأس المال العامل بسبب المشروع الجديد Increase In Net Working Capital Requirements Due to the New Project

فضلا عن الموجودات الثابتة التي يتطلبها تنفيذ المشروع الجديد فإنه يتطلب عادة إضافة رأس المال العامل، وعليه، فإنه لابد من طرح المطلوبات المتداولة التلقائية من الموجودات المتداولة المضافة للحصول على صافي رأس المال العامل الذي يضاف إلى الموجودات الثابتة عند حساب المتطلبات المالية اللازمة لتأسيس المشروع.

4-15 تصنيف المشروعات حسب علاقتها ببعضها

Classifying Projects As Per their Relationship with Each other

من المهم جدا، قبل تقييم المشروعات، تحديد علاقتها ببعضها، بسبب الأثار التي تتركها هذه العلاقة على التقييم، وهناك عدة طرائق لتصنيف المشروعات، منها:

أ. المشروعات البديلة المطلقة Absolute Alternative Projects: وهي تلك المشروعات المقترحة التي تؤدي أي منها إلى نفس النتائج التي يحققها المشروع البديل، مما يعني ان المنشأة تختار مشروع واحد فقط وتترك المشروعات البديلة الأخرى.

ب. المشروعات المستقلة Independent Projects: هو ذلك المشروع الذي يمكن تنفيذه فنيا بمعزل عن المشروعات الأخرى مثال ذلك يمكن تنفيذه المشروع (أ) بغض النظر عن تنفيذه أو عدم تنفيذ المشروع (ب) فهما مستقلان عن بعضهما، ولا تتأثر التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع بأي من المجاري النقدية للمشروعات الأخرى.

ج. المشروع المعتمد Dependent Project: توجد أنواع كثيرة من علاقات الاعتمادية بين المشروعات هي: (أولا) المشروع المكمل Integral Project عندما يؤدي المشروع (ب) إلى زيادة الإيرادات أو تقليل الكلف للمشروع (أ) ويقسم إلى التكاملات الأفقية Horizontal integration والتكاملات العمومية Vertical integration (ثانيا) المشروع البديل Alternative Project، إذا كان تنفيذ (ب) يؤدي إلى خفض الإيرادات أو زيادة كلف (أ) والحالة القصوى لاستعاضة مشروع بأخر نصل إلى المشروع البديل المطلق عندما يختفي المجرى النقدي الصافي من (أ) إذا تم تنفيذ (ب)، أو من المستحيل فنيا تنفيذ المشروعين معا، (ثالثا) المشروع الضروري Necessary Project، وهو الذي لابد من تنفيذه إذا أريد تنفيذ المشروع الآخر أي أن عدم تنفيذه يجعل المشروع الآخر غير ممكن التنفيذ تكنولوجيا أو اقتصاديا.

أسئلة الفصل الخامس عشر

1- ما هو مفهوم وأهمية الموازنة الرأسمالية؟

2- أشرح المجرى النقدي في المشروعات الاستثمارية؟

3- أذكر الطرائق التي يتم بموجبها تصنيف المشروعات قبل تقييمها؟

الفصل السادس عشر

معايير قياس قيمة الشركة

Measurement Standards of Firm Value

الفصل السادس عشر

معايير قياس قيمة الشركة

Measurement Standards of Firm Value

لم تعد مشكلة تقدير قيمة الشركة مسألة نظرية مجردة بل أصبحت مسألة تستحق الطرح باستمرار في دنيا الأعمال. إذ يتم في الغالب طرح مشكلة تقييم الشركة في حالة الانضمام والانفصال والبيع الجزئي أو الكلي، لا بل حتى في حالة تأميم الشركة من قبل الدولة. ومثلما تتحدد قيمة سلعة معينة فإنه يتم تحديد قيمة للشركة، فالسلعة تتحدد قيمتها على أساس مفهوم التبادل، أي بتعبير آخر تتمثل قيمة السلعة في ثمن التوازن الذي يقبل به كل من البائع والمشتري. أما بالنسبة للشركة فتتحدد كذلك قيمتها بموجب المعايير التي تخدم بلوغ الرغبة في البيع والشراء. وتتمثل هذه المعايير في المعايير الشخصية والتقليدية والاقتصادية.

تعتمد المعايير الشخصية على مفهوم المنفعة التي تستند إلى قوة الرغبة في البيع والشراء لدى الطرفين في العملية. إذ يتم التفاوض بين البائع والمشتري، ومن ثم يتحدد ثمن التبادل. وتتحكم في توليد قوة الرغبة في الشراء جملة عوامل سيكولوجية (نفسية) واقتصادية ترتبط ارتباطاً شديداً بسمعة الشركة وندرتها. وتشمل المعايير التقليدية جميع الطرائق التي تساعد في احتساب قيمة الشركة. وتستند كل من هذه الطرائق إلى مفهوم الثروة (صافي المركز المالي)، والسوق المالية، وربحية الشركة والتقدير الحقيقي للأدوات الإنتاجية. أما المعايير الاقتصادية فتتميز باللجوء إلى الاستعمال الواسع للأساليب المستخدمة في احتساب ربحية الاستثمارات المادية. وتفترض هذه المعايير أن صافي المركز الحقيقي أو القيمة الجوهرية يجب أن يضاف إليه قيمة تقديرية لعناصر نوعية لم تظهر بالميزانية لكنها تسهم في تكوين ربحية الشركة.

تنطلق أهمية هذا الموضوع من أن الشركة تمر، خلال فترة حياتها، بظروف متعددة وطارئة، تتطلب هذه الظروف تحديد قيمة للشركة بأكملها أو لجزء منها. وتتمثل غالبية هذه الظروف في شراء أو بيع الشركة، والبحث عن مساهمين، واحتساب قيمة التأمين، وانتزاع الملكية، والانفصال، والانضمام، والتصفية، واحتساب الأسهم، والرقابة الضريبية والإدارية، وتعويض خسائر الحرب وغيرها من المتطلبات التي تخدم الإدارة العليا للشركة في اتخاذ قراراتها.

تواجه الشركات نوعين مختلفين من التقييم. يمثل الأول تقييم بنود الميزانية ،ويشكل بالنسبة للشركة مشكلة ذات طبيعة محاسبية تعالج بالإجراءات المحاسبية، ويمثل الثاني التقييم الشامل للشركة. وتعد الطرائق المحاسبية واحدة من بين مجموعة إجراءات كثيرة. ونظراً لأن هنالك طرائق عديدة للتقييم فإنه يمكن تجميع هذه الطرائق في مجموعات رئيسية تستند إلى التقييم المحاسبي والمالي والتقييم بالخبرة. كما أن تعدد هذه الطرائق واختلاف أنواعها يجعل كل منها غير متكاملة إلاّ إذا جرى التنسيق بين أكثر من معيار لاختيار المعيار الذي يتكيف مع كل حالة منفصلة بغية خدمة المتطلبات الآنفة الذكر.

واستناداً للمشكلات المرتبطة بالتقييم فقد جاء هذا الفصل ليسلط الضوء، نظريا وعملياً على المعايير التي تستخدم في تقييم الشركات بغية تحليلها وتحديد أفضلها استخداماً. يتناول الفصل ثلاثة مواضيع رئيسية هي:

أولاً: المعايير الشخصية.

ثانياً: المعايير التقليدية (المحاسبية).

ثالثاً: المعايير الاقتصادية.

أولاً: المعايير الشخصية Personnel standards

تستند هذه المعايير إلى مفهوم المنفعة التي تستند، هي الأخرى، إلى قوة الرغبة في الشراء والبيع لدى كل من المشتري والبائع. إذ يتم التفاوض بين هذين الأخيرين حول تحديد ثمن التبادل. فالبائع يرغب البيع بسعر مرتفع، في حين أن المشتري يدفع ثمن

منخفض، وهكذا يتحدد ثمن تبادل السلعة بعد اتفاق الطرفين. بيد أن هنالك عوامل عديدة تلعب دوراً مهماً في توليد قوة الرغبة في الشراء. وأن التقييم الذي يستند إلى المنفعة الشخصية يستلزم الأخذ بعين الاعتبار إغراءات ومنافع الجهات الراغبة بامتلاك بعض السلع دون الأخرى. وعليه فإن هذه الفائدة ترتبط بعوامل متعارضة ومحتملة وأحياناً شخصية أو ذاتية، لا بل دائماً يصعب قياسها رقمياً وبشكل عام يمكن تصنيف هذه العوامل إلى عوامل سيكولوجية (نفسية) وعوامل اقتصادية.

1- العوامل السيكولوجية (النفسية) Psychology Factors

تعد الشهرة (goodwill) التي تتمتع بها الشركة من أكثر هذه العوامل شيوعاً. فإذا كانت الشهرة واسعة وتشكل عامل جذب مؤثر على المشتري فإنه يوافق على دفع قيمة أعلى بكثير من القيمة الاقتصادية. وقد تأخذ الشهرة الطابع الاقتصادي حينما يربط المشتري الشهرة بحالة بقاء الشركة. وإلى جانب الشهرة هنالك عوامل أخرى تساهم في رفع قيمة الشركة تتمثل هذه العوامل بالموقف الايجابي للغير تجاه الشركة مثل المجهزين والبنوك وكذلك السمعة الجيدة للشركة لدى المؤسسات العامة مثل الإدارة الضريبية، والمنظمات الاجتماعية وغيرها.

2- العوامل الاقتصادية Economic Factors

يقع عامل الندرة في مقدمة هذه العوامل. ومثلما هو الحال بالنسبة للعوامل السابقة فإن الندرة تكون مرادفة للبقاء، إذ أن احتكار الشركة للسوق يؤدي إلى رفع قيمة الشركة. كما أن هنالك جملة دوافع اقتصادية تؤثر على قيمة الشركة بالارتفاع، على سبيل المثال لا الحصر شراء شركة منافسة، كشراء شركة مجهزة بهدف تخفيض تكاليف الصنع ومن ثم تخفيض أسعار بيع منتجاتها بغية التوسع في مبيعاتها وإيجاد أسواق جديدة، أو شراء شركات ذات تنظيم إداري فعال وشبكة تجارية مهمة وغير ذلك.

لكن المسألة المطروحة تبقى مرهونة بتوجه ورغبة المشتري نحو اقتناء الشركة وإمكانية قبوله بإعطاء قيمة مرتفعة للشركة التي يشتريها. وهنا لابد من التميز بين مفهومي التوظيف (Placement) والاستثمار وذلك لاختلافهما. يتمتع التوظيف بالاستقلالية عن مجهز الأموال الذي ليس لديه سلطة على إدارتها وإنما يودعها لدى المؤسسات المالية مقابل الحصول على إيرادات مالية. في حين قد يساهم مجهز الأموال في إدارتها بالنسبة للاستثمار (Investment). وبناءً على ذلك يمكن اعتبار أن الشركة تشابه الاستثمار في الحساب الاقتصادي لاشتراك عوامل الإنتاج في تشغيلها.

هنالك نوعان من الحالات التي تؤثر بشكل فعلي على قيمة الشركة:

الحالة الأولى

يوظف المشتري أمواله ويتأمل الحصول على ربحية معينة، إلاّ أنه ليس لديه أي فعل مؤثر على تنظيم أو إدارة العمل. وبموجب هذا الافتراض فان قيمة الشركة تكون منخفضة من وجهة نظر المشتري.

الحالة الثانية

يستثمر المشتري أمواله ويرغب بإدارة الشركة بصورة مباشرة أو غير مباشرة. وبموجب هذا الافتراض فان الشركة تكتسب قيمة أعلى مما سيدفعه المشتري لأنه يرغب بإدارتها علاوة على استثمار أمواله فيها. ويساعد هذا المبدأ على زيادة قيمة الشركة لأنه يولد زيادة الرغبة في الشراء ومن ثم يولد سعر قابل أن يكون مفتوح. وعليه فان الدافع الاقتصادي في هذه الحالة يطغي على الدافع النفسي.

ثانياً: المعايير المحاسبية Accountancy standards

يقصد بهذه المعايير الطرائق التي تستخدم البيانات المحاسبية المدرجة في القوائم الختامية (الميزانية وحساب النتيجة). تستند هذه الطرائق إلى أحد المفاهيم المتعددة في هذا المجال، يتمثل أهمها في مفهوم الثروة والسوق المالية (البورصة) وربحية الشركة والتقدير

الاقتصادي. واستنادا إلى هذه المفاهيم يمكن احتساب قيمة الشركة باستخدام القيمة المحاسبية أو القيمة السوقية أو القيمة المالية (قيمة الربحية) أو القيمة الجوهرية (الاستبدالية).

1- القيمة المحاسبية Accountancy value

يمكن تحديد قيمة الشركة من خلال البيانات التي توفرها الميزانية. وتتمثل القيمة المحاسبية للشركة في صافي المركز المالي أو حق الملكية الذي يحتسب عن طريق الفرق بين الموجودات الحقيقية والقروض. ولابد من الإشارة إلى أن صافي المركز المالي يتضمن حصيلة مجموع رأس المال المساهم به والاحتياطات والفائض المرحل والربح المحتمل، مطروحاً منها مصاريف التأسيس والعجز المرحل والخسائر المحتملة. وإجمالي الموجودات يستبعد منه مصروفات التأسيس، كما تظهر قيمة الموجودات بالصافي أي بعد طرح الاندثارات والمخصصات. أما القروض فتظهر بقيمة مطروحاً منها الربح المحتمل مضافاً إليها الخسارة المحتملة. كذلك يمكن بالنسبة للشركات المساهمة، احتساب القيمة المحاسبية (الدفترية) للسهم من خلال قسمة صافي المركز المالي (صافي حق الملكية) على عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال المساهم به.

غير أن هذا التقييم لا يعبر في الواقع عن الحقيقة، لان بعض الشركات قد تضع احتياطيات خفية تؤدي إلى تخفيض أو تعلية بعض بنود الموجودات أو المطلوبات مثل المخزون والتخصيصات. لكن يمكن إجراء تقييم مباشر لبعض بنود الموجودات (الموجودات الثابتة، المخزون ...) والمطلوبات (التخصيصات) باستخدام الأسس المعروفة في التحليل المالي بغية التوصل إلى صافي المركز المالي الحقيقي أو المعدل ومن ثم الحصول على القيمة المحاسبية المعدلة للسهم.

وتجدر الإشارة إلى إن تقدير قيمة الشركة باستخدام الكشوف المحاسبية لا يأخذ بنظر الاعتبار الموارد البشرية. وقد تنامت في السنوات الأخيرة، فكرة وضع احتساب الموارد البشرية موضع التنفيذ لدى العديد من الشركات، غير أن هذه الطروحات ما زالت نظرية. وعليه فان هذا المأخذ يمكن أن يقلل من أهمية هذه الطريقة في التقييم مقارنة

بالمعايير الأخرى التي تستند إلى النتائج. ويمكن الإقرار بـأن هـذه المعـايير تأخـذ ضـمنياً إلى حـد مـا المـوارد البشرية في الحسبان.

2- القيمة السوقية Market Value

يمكن تحديد قيمة الشركة من خلال القيمـة السـوقية أو الرسـملة السـوقية (Capitalization of Exchange). وتحتسب هذه القيمة عن طريق حاصل ضرب عدد الأسـهم بالمسـتوى السـعري الـذي تبلـغ إليه هذه الأسهم في السوق المالية (البورصة) أي بتعبير آخر تحدد القيمة السوقية من خـلال حاصـل ضرب عـدد الأسـهم في سـعر السـهم بالنسـبة للشركـات التـي تسـعر أسـهمها في السـوق الماليـة. غـير أن التقيـيم المستخدم في النظرية المالية، لا يبلـغ معنـاه إلا في إطـار السـوق الكاملـة (Perfect Market). وقـد ذهـب البعض إلى ابعد من ذلك عندما ذكر آن هذا التقييم يمكن أن يؤدي إلى تشـتت النتـائج بمـرور الـزمن جـراء تطور أسعار السوق الماليـة. إذ إن نمـاذج تقيـيم الأسـهم لا تهـدف بالدرجـة الأولى إلى التعبـير عـن القيمـة الحقيقية للسهم وإنما تهدف بشكل رئيسي إلى تحديد العناصر المبينة للخطر الذي يتحمله حـاملي محفظـة الأسهم (Portfolio). كما أن القيمة السـوقية بشـكل عـام يمكـن أن تكـون أعـلى أو اقـل مـن صـافي المركـز المحاسبي (المالي) لان التقييم عن طريق السوق يعتمد على عوامل عديدة، منها ما يلي:

- الآفاق المستقبلية من وجهه النظر الاقتصادية للشركة والقطاع الذي تعمل فيه.
- الوضع المالي للشركة ووضعها الإقراضي.
- نوعية الإدارة وسياستها.
- الآفاق المستقبلية للربح.
- سياسة توزيع الحصص الربحية.

وبناءاً على ما تقدم يمكن القول إن القيمة المحتسبة بطريقة الرسملة السوقية تبقـى كـذلك معيـار ثانوي بالنسبة إلى تقييم الشركة.

3- **التقييم بواسطة رسملة الأرباح** Valuation by Benefits Capitalization

لقد تطورت هذه الطرائق من خلال جهود بعض المؤلفين في إطار نظرية تمويل الشركة وتحديد كلفة حقوق الملكية. إذ يمكن معرفة قيمة الشركة بواسطة حصة السهم الواحد من الأرباح وكذلك يمكن معرفة قيمتها بواسطة الأرباح.

أ- التقييم بواسطة حصص الأرباح

يستند هذا الأسلوب من التقييم إلى استخراج قيمة مالية للسهم يكون أساسها الحصص الربحية التي يمكن استلامها على مدى فترة غير محددة، وأن السهم سيمنح حامله قيمة تعادل القيمة الحالية لتدفقات الإيرادات المنتظرة. ويعبر عن هذه الإيرادات بواسطة الحصص الربحية السنوية أو عند الضرورة بواسطة حصة التصفية وعليه فان قيمة (P_o) يمكن أن توضح بالمعادلة الآتية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{a} \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

حيث إن: D_t = الحصة

t =الفترة المتوقعة

i = معدل الخصم

ويمكن القول إن (D_t) تمثل قيمة متوسط توزيع احتمالات الحصص المستقبلية، وأن (i) يوضح معدل الخصم الذي يفرضه المستثمر. فإذا حدد السوق قيمة السهم (P_o) فان (i) تمثل كلفة حقوق الملكية بالنسبة للشركة. أما إذا كان المستثمر يبحث عن قيمة يحددها للسهم بغض النظر عن السعر الحالي فانه يختار المعدل الذي يحقق له دخلا بحيث يأخذ هذا المعدل الخطر المتوقع بنظر الاعتبار. وفي هذه الحالة سيكون هذا المعدل بشكل عام أعلى من الكلفة في سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل وفي حالة افتراض إن الحصة المتوقعة ثابتة، ففي هذه الحالة يمكن التعبير عن العلاقة السابقة لإيجاد قيمة مالية تعادل (C/I)، لكن بشكل عام تزداد الحصة في اغلب الحالات بمعدل متوسط اقل من معدل

الخصم. وعليه يستلزم الأمر إحلال $Do\ (l + C)^t$ محل Dt، إذ أن (C) في المعادلة الآتية تمثل معـدل النمـو. وفي هذه الحالة تقدر قيمة الشركة استناداً للعلاقة الآتية التي تعبر عن القيمة النظرية للسهم:

$$P_0 = \frac{D_0}{(i - c)}$$

وبالنظر إلى أن معدل النمو لا يمكن أن يكون منتظماً بصفة دائمة فأن الأمر يدعو إلى وجـود نمـاذج مختلفة تؤخذ في الحسبان تغيرات المعدل على مدى فترة طويلة. فضلاً عـن أن هـذا الأسـلوب يـوفر معـدل رسملة الحصة الربحية للسهم، ويزداد هذا المعدل بزيادة الحصـة الربحيـة للسـهم. وبنـاءاً عـلى ذلـك تعـد جداول تتضمن القيمة النظرية للسهم مبنية على افتراضات مختلفـة للزيـادة في الحصـص الربحيـة والفـترة ومعدل الخصم. غير انه يفضل من الناحية العملية الدخول مباشرة في ربح السهم.

ب- التقييم بواسطة الأرباح Valuation by benefits

تعادل قيمة الشركة بموجب هذا الأسلوب رسملة سلسلة مـن الأربـاح الصـافية الحقيقيـة المتوقعـة على مدى عدد معين من السنوات. والربح المستخدم، أو القدرة الايرادية الصافية الحقيقية (net earning power)، يحصل من خلال صافي الربح الـذي تقـرره الشركـة. وان قيمـة العائـد تعـبر عـن القيمـة الحاليـة لجميع الأرباح الصافية التي يمكن استلامها على مدى فترة غير محددة. واستناداً إلى ذلك فانـه يمكـن إيجـاد علاقة تتضمن عاملين لاحتساب قيمة العائد (المردود) هما معدل الرسملة والربح وكما يلي:

$$RV = \frac{100}{\overline{C}} \otimes NB$$

حيث أن:

RV = قيمة العائد (المردود).

$\overline{C}$ = معدل الرسملة.

NB = صافي الربح.

غير أن هذه القاعدة يجب أن تحدد بدقة من ناحية احتساب هذه القيمة في الاستعمال الداخلي للشركة أو احتسابها لأغراض المساهمين والمستثمرين. فإذا كان احتساب القيمة لأغراض الاستعمال الداخلي للشركة فإن الربح المعتمد يكون من حساب النتيجة (كشف الدخل)، ومعدل الرسملة سيكون معدل الفائدة المطبق في سوق السندات. أما إذا كان احتساب القيمة لأغراض المساهمين والمستثمرين فإن الربح المعتمد سيكون متوسط الربح الموزع خلال السنوات الأخيرة، ومعدل الرسملة المعتمد سيكون أعلى من المعدل الآنف الذكر للأخذ في الحسبان الأخطار المتوقعة.

وفي حالة تحميل الربح بأعباء أخرى ناجمة عن تحميله بإندثارات إضافية فإن بعض المتخصصين يفضل إحلال صافي التدفق النقدي(Net Cash Flow) محل الربح، ولكن يتعين استخدام معدل رسملة أكثر ارتفاعاً لكي لا تحصل زيادة مصطنعة في قيمة الربحية.

وفي ختام الحديث عن طرائق رسملة الأرباح في تقييم الشركات يمكن القول أن هذه الطرائق تخدم بشكل خاص إدارة محفظة الأوراق المالية. إذ يمكن أن تساعد على تصنيف مختلف الأسهم في المحفظة تبعا لاحتساب أقيامها. لكن بالمقابل تصبح هذه الطرائق غير مجدية في حالة عدم توزيع الحصص الربحية خلال فترة النمو السريع، وفي حالة الشركة التي ما تزال بحاجة إلى مزيد من رؤوس الأموال.

4- القيمة الجوهرية (الذاتية) Intrinsic Value

تمثل القيمة الجوهرية مفهوم تحليلي لتقييم الشركة. وتحدد هذه القيمة من خلال تقدير جميع العناصر الحقيقية اللازمة لتشغيل الشركة. وبهذا الإطار فإن القيمة الجوهرية تعبر عن قيمة الأداة الإنتاجية. وإن القيمة الجوهرية تهدف إلى البحث عن قيمة الأداة الاقتصادية التي تتكون منها قيمة الشركة.

هنالك عاملان يتحاكمان في تحديد القيمة الجوهرية. الأول يقوم على أساس أخذ جميع العناصر التي تساهم في التشغيل حتى ولو لم تمتلكها الشركة بما فيها السلع المؤجرة المستعارة أو المهداة. والثاني يأخذ في الحسبان استبعاد السلع الملموسة أو غير الملموسة

التي لم تكن ضرورية للتشغيل و الخاضعة إلى تقييم خاص بها مثل شهرة المحل وبراءة الاختراع والماركات، إذ يتم تقييمها بواسطة رسملة العوائد الناجمة عنها.

علاوة على ما تقدم، تمثل القيمة الجوهرية مفهوم وليس حقيقة مادية، وهي تشابه قيمة إعادة الإنشاء أو قيمة الاستبدال وليست متكافئة مع قيمة الشركة وتحدد بوضوح إلى أن القروض لا تخفض من القيمة الجوهرية، في حين أن القروض يتعين أن تستبعد إذا تم اختيار القيمة. ويمكن أن تحتسب القيمة الجوهرية بالصافي أي بعد تخفيض المطلوبات المستحقة الأداء لكنه يمكن أن تحتسب بالإجمالي أي قبل تخفيض القروض.

وتأسيساً على ذلك فإن القيمة الجوهرية يمكن أن تمثل مرحلة في التقدير النهائي للشركة. وتعد القيمة الجوهرية معيار مساعد ويتخذ وظيفة رقابية مهمة للغاية. وتستخدم هذه الوظيفة في المساعدة على إجراء المقارنات مع المعايير الأخرى للتقييم.

ثالثاً: المعايير الاقتصادية Economic standards

تتميز المعايير الاقتصادية عن غيرها باللجوء إلى الاستعمال المتزايد للأساليب المستخدمة في عائد الاستثمارات المادية. وتقوم هذه المعايير على أساس إضافة قيمة تقديرية للعناصر النوعية إلى صافي المركز الحقيقي أو القيمة الجوهرية. بالرغم من أن هذه العناصر لا تظهر في الميزانية إلاّ أنها تساهم في خلق ربحية للشركة.

1- الطرائق المعتمدة على شهرة المحل Good will Methods

لا ينطوي مفهوم شهرة المحل على حقيقة مادية يعبر عنها في حسابات الشركة، بل ينطوي على مفهوم واقعي لمشكلات التقدير. ويمكن استيعاب هذا المفهوم من زاوية اعتبار أن قيمة الشركة لا تعني ببساطة تجميع العناصر المادية (الموجودات الثابتة أو المتداولة). فالنتائج التي تؤثر على تقييم الشركة تعتمد كذلك على العناصر غير الملموسة، المهارة الفنية وكفاءة إدارة أفرادها. مما ينجم عن ذلك فائض قيمة منسوبة إلى مجموع العناصر المادية. وهذا الفائض يطلق عليه تسمية شهرة المحل (Good will).

إن بعض المؤلفين، على أثر شمال نباخ (Schmalenbach)، يميز بين العناصر الموضوعية والعناصر الشخصية في شهرة المحل. فالعناصر الموضوعية تتضمن مركز الشركة وزبائنها وسمعتها. وهذه العناصر لا تنفصل عن التشغيل، ويمكن أن تكون موضع احتساب في الميزانية، كما يمكن أن تتصف بخاصية الانتقال أو التحول مع ملكية الشركة، أما العناصر الشخصية فتعتمد على شخصية المالك مثل تلك التي لا يمكن احتسابها ولا يمكن انتقالها مع الشركة.

في حين يشير البعض الآخر من المؤلفين إلى أن المفهوم المحاسبي لشهرة المحل يستند إلى أنها تتضمن جميع العناصر غير الملموسة وغير المنفصلة عن الشركة مثل العناصر المرتبطة بالزبائن والمجهزين والمنافسين والمؤسسات الاجتماعية والمهنية والعاملين في الشركة ومصروفاتها وإنتاجها... الخ.

ومن الجدير بالذكر أن هذه العناصر تتوفر بنسب متفاوتة في كل شركة. وتوزيعها يمثل دائماً حالة خاصة. ولكن يمكن القول أن العناصر الموضوعية تسود في الشركات الكبيرة، في حين أن العناصر الشخصية تتوفر في الشركات الصغيرة. وان العناصر غير الملموسة تغطي سمعة الشركة، ومهارتها الفنية، وحالة علاقتها مع البيئة (المجهزون، الزبائن، الدولة، الجمهور)، وشخصية مدرائها، ونوعية أفرادها، ومناخها الاجتماعي... وغيرها.

يستنتج بشكل عام، من المفاهيم السابقة، إن شهرة المحل تمثل حصيلة كل العناصر الداخلية والخارجية الملائمة إلى تعظيم الأرباح المتحققة من قبل الشركة في الماضي والحاضر والمستقبل. ويمكن أن تكون شهرة المحل موجبة، لا بل يفضل أن تكون هكذا، حينما تساعد العناصر المشار إليها على تحقيق معدل عائد أعلى من معدل تعويض رؤوس الأموال المستثمرة أو تساعد على الأداء الفعال للشركة.

واستناداً إلى هذه القاعدة فان قيمة الشركة تتكون من تجميع القيم الملموسة وشهرة المحل. لكن بالمقابل ومن الناحية التصورية لا شيء يمنع من أن تكون شهرة المحل سالبة أي رداءة محل (Bad Will). وفي كل الأحوال فإن حالة شهرة المحل تتحدد من خلال خواصها

المعتمدة على طبيعة عناصرها وعدم ثباتها. ومن المسلم به أن شهرة المحل تشكل دائماً حالة وقتية لسببين رئيسين: الأول يتمثل في طبيعة عناصرها المكونة، والثاني يتمثل في استحالة اعتبار موقف معين بمثابة مكتسب نهائي. وتتغير شهرة المحل على مدى فترة حياة الشركة وفي حالة البيع فإن شهرة المحل المكتسبة من قبل المالك تستبدل تدريجياً بشهرة محل جديدة مكتسبة في ضوء تغيير الملكية. وفي إطار احتساب شهرة المحل فأن هنالك طريقتان لاحتسابها هما:

(أ) الطريقة غير المباشرة Indirect Method

تتحدد بموجب هذه الطريقة، قيمة إجمالية للشركة (V) من خلال إيجاد المتوسط الحسابي لقيمة الربحية (VR) وصافي المركز الحقيقي (ANR) أو القيمة الجوهرية الصافية، كما في المعادلة الآتية:

$$V = \frac{(VR + ANR)}{2}$$

تستخرج قيمة الربحية عن طريق رسملة الربح الاقتصادي (p) وهو ربح بعد الضريبة يعدل من أجل الأخذ بنظر الاعتبار الاندثارات الاقتصادية.

$$VR = \frac{p}{i}$$

حيث أن (i) يمثل معدل الفائدة أو الخصم.

يتعين أن تكون قيمة الربحية (VR) أعلى من صافي المركز الحقيقي (ANR) لكي تكون شهرة المحل موجبة. وعليه فإن شهرة المحل (GW) تحتسب بصورة غير مباشرة عن طريق الفرق بين القيمة الإجمالية للشركة والقيمة الجوهرية الصافية.

$$GW = V - ANR$$

ومن خلال أجراء التوافق مع المعادلة السابقة يتم الحصول على المعادلة الآتية:

$$GW = \frac{(VR + ANR)}{2}$$

يتفق أغلب الكتاب على أن التعامل مع هذه الطريقة يشوبه الحذر بسبب وجود انتقادين موجهين إليها. يتمثل الانتقاد الأول في أن الطريقة تعتمد على رسملة

(Capitalization) الأرباح دون التقيد بالوقت بغية احتساب القيمة الإجمالية للشركة وهـذا يتعـارض مـع الخاصية الوقتية لشهرة المحل. بيد أن بعض المهنيون اقترح إجراء رسملة لشهرة المحل على مدى فترة زمنية محددة بهدف معالجة هذا الانتقاد. ويتمثل الانتقاد الثـاني بعـدم أخـذ مديونيـة الشركـة (الاقـتراض) بعـين الاعتبار وخاصة عند تحديد القيمة الجوهرية للشركة. إن هـذه الطريقـة غـير المبـاشرة للتقيـيم قـادت إلى تطوير طرائق جديدة تستند إلى قياس أكثر دقة لشهرة المحل.

(ب) الطريقة المباشرة Direct Method

تستخدم الطرائق، المعتمدة على التقييم المباشر، منـذ زمـن طويـل. لكـن إدخـال أسـاليب الخصـم (Discount Techniques) على هذه الطرائق يعد حديث العهد نسبياً. وتؤدي هذه الطرائق إلى الحصـول على شهرة المحل دون الحاجـة إلى تقـدير مسـبق لقيمـة الربحيـة. وتحتسـب شـهرة المحـل بموجـب هـذه الطرائق من خلال الربح الممتاز (Super Profit) الذي تمثل حقيقته إيـراد شـهرة المحـل. كـما يعـبر الـربح الممتاز عن الفرق بين تعويض القيمة الجوهرية الصافية (VS) (أو صـافي المركـز المـالي الحقيقـي)، بمعـدل فائدة السوق(i) أي (ivs) وفائض الربح الاقتصادي (p) الذي يمكن أن يتحقق على (ivs). ثم يـتم رسـملة (Capitalization) إيراد شهرة المحل ($G.W$) وفق الصيغة الآتية:

$$G.W = \frac{p - ivs}{t}$$

فضلاً عن أن رسملة الربح الممتاز بمعـدل فائـدة معـين، يـتم اختيـاره مـن قبـل المالـك، تكـون غـير محددة بفترة معينة. وبسبب الخاصية الوقتية لشهرة المحـل وفي سـياق تطـوير هـذه الطريقـة فقـد أوصى الاتحاد الأوربي للخبراء المحاسبين (.U.E.C) بإتباع نموذج يقوم على أساس خصـم الأربـاح الممتـازة أو إيـراد شهرة المحل (P-ivs) على مدى فترة محددة. ويعتمد اختيـار الفـترة عـلى العوامـل الموضـوعية أو العوامـل الشخصية. فإذا اختيرت الفترة على أساس العوامل (المركز، الزبائن، سمعة الشركة) فأنهـا تتحـدد مـن (5 إلى 8) سنوات. أما إذا اختيرت الفترة على أسـاس العوامـل الشخصـية (شخصـية المـدراء) فأنهـا تمتـد مـن سـنة

إلى ثلاث سنوات. لكن في اغلب الأحيان يكون متوسط الفترة المستخدمة(5)سنوات. وعليه تحتسب شهرة المحل باستخدام المعادلة الآتية:

$$GW = \frac{1 - \frac{1}{(1+t)^n}}{t} . (p - ivs)$$

$GW =$ (القيمة الحالية) × (الربح الممتاز)

تتميز هذه الطريقة المحاسبية بخاصية الحساب الاقتصادي لشهرة المحل أي بتعبير آخر رسملة هذه الشهرة، لكن صعوبة تطبيقها تكمن في اختيار المعدل. حيث أن هذه الطريقة تصطدم بالاختيار الدقيق لمعدل الرسملة. إذ لا يمكن استعمال المعدل نفسه الذي تم اختياره لتعويض القيمة الجوهرية دون الوقوع في مساوئ الطريقة غير المباشرة. إن معدل الرسملة يجب أن يكون أكثر ارتفاعاً لكي تؤخذ بالحسبان حالة عدم التأكد التي ترتبط بالربح الممتاز. وأن تحديد هذا المعدل غالباً ما يكون اعتباطي. ومن الناحية العملية يفترض أن يزيد هذا المعدل بمقدار الضعف عن ذلك المعدل الذي يستعمل من أجل تعويض القيمة الجوهرية. ومن الواضح إذا كان المعدل أقل من الضعف فإنه يمكن الوقوع في مساوئ الطريقة غير المباشرة (طريقة المهنيين).

وباختصار شديد يمكن القول أن القيمة الإجمالية للشركة، التي تستخرج بواسطة الطرائق المستخدمة لشهرة المحل، تتحدد من خلال العلاقة الآتية:

$$V = ANR + GW$$

أي أن القيمة الإجمالية للشركة تتكون من صافي المركز المالي الحقيقي (ANR) أو القيمة الجوهرية الصافية وشهرة المحل ($G.W$) التي تتغير تبعاً لطريقة التقدير. ويمكن توضيح ما تقدم من الناحية المحاسبية العملية بالتمرين الافتراضي الآتي عن إحدى الشركات:

تمرين (1)

توفرت البيانات الآتية عن إحدى الشركات:

1) الميزانية المعدلة بتاريخ 2019/12/31 (المبالغ بالآلاف)

المطلوبات	المبالغ	الموجودات	المبالغ
رأس المال	4000	الموجودات الثابتة الملموسة	3500
قروض طويلة الأجل	1000	شهرة المحل	500
المجهزون	500	المخزون	750
فرق إعادة التقييم	500	الزبائن	1000
		النقدية	250
المجموع	6000	المجموع	6000

2) معدل تعويض القيمة الجوهرية الإجمالية %8

3) الأرباح الصافية المتوقعة 500 ألف دينار سنوياً

4) معدل الخصم المعتمد %14

5) إيراد شهرة المحل على مدى (5)سنوات.

المطلوب: احتساب القيمة الإجمالية للشركة بناءاً على البيانات السابقة يمكن إيجاد القيمة الإجمالية للشركة من خلال استخدام الطريقة المعتمدة على شهرة المحل.

يتم التقييم على مرحلتين هما : - تقييم العناصر الملموسة وتقييم العناصر غير الملموسة (شهرة المحل).

قيمة العناصر الملموسة

بما أن الموجودات أعيد تقييمها أو عدلت إلى قيمتها الصحيحة فانه يتم الحصول على ما يلي:

الموجودات الملموسة (بعد طرح قيمة شهرة المحل) 5500

ناقصاً: القروض طويلة الأجل (1000)

= قيمة العناصر الملموسة (صافي المركز المالي الحقيقي (ANR) 4500

قيمة العناصر غير الملموسة:

- القيمة الجوهرية (الحقيقية) الإجمالية (VS) 5500
- تعويض القيمة الجوهرية الإجمالية بمعدل %8 (IVS)

5500 × 8% = 440 ألف دينار سنوياً

وباستخدام القائمة الآتية يمكن استخراج الربح الممتاز أو إيراد شهرة المحل

البيان / السنوات	1	2	3	4	5
الأرباح الصافية المتوقعة (P)	500	500	500	500	500
ناقصاً: تعويض القيمة الجوهرية الإجمالية (IVS)	440	440	440	440	440
الربح الممتاز (P-ivs)	60	60	60	60	60

القيمة الإجمالية للشركة (V) = القيم الملموسة (ANR) + القيم غير الملموسة (شهرة المحل (GW)

= 4500 + 206 = 4706 ألف دينار

وقد تم احتساب شهرة المحل من خلال حاصل ضرب معامل القيمة الحالية عند معدل (14 %) ولمدة خمس سنوات في الربح الممتاز (P- ivs) والبالغ (60) وكما يلي:

شهرة المحل = 3.433 × 60 = 206 ألف دينار

واستناداً إلى ما تقدم يمكن الوصول إلى حقيقة مدى تأثير التضخم على عملية التقييم، فإذا كان التقييم يجري خلال فترة التضخم فانه من المناسب إجراء عملية التكامل بين معدل الخصم المعتمد ومعدل التضخم السائد، أي بتعبير آخر يمكن خصم الأرباح الممتازة أو إيراد شهرة المحل على أساس معدل واحد يحتوي الاثنين معاً (معدل الخصم ومعدل التضخم).

يعرف التضخم بأنه الاختلال أو عدم التوازن الاقتصادي الذي يمثل ارتفاع الأسعار أحد عواقبه الرئيسية وعندما توضع خطة للأرباح المستقبلية فأن هنالك خياران أمام الجهة المسؤولة عن التقييم:

الخيار الأول: قياس المبيعات على أساس معدل التضخم.

الخيار الثاني: الاستدلال مستقبلاً على حجم الأعمال المنفذة من قبل الشركة فإذا كانت البيانات المتاحة كافية فأنه من الأفضل القيام بالاحتساب على أساس أخذ معدل التضخم بنظر الاعتبار.

وبموجب هذا الافتراض فأن المبيعات والمصروفات التقديرية تدون قيمتها بالعملة النقدية الجارية (الدنانير الجارية). الأمر الذي يساعد على استخلاص ربح يتضمن ارتفاع الأسعار واحتساب ضريبة نظرية دقيقة. ومن ثم فأن معدل الخصم (معدل القيمة الحالية) يأخذ بنظر الاعتبار معدل التضخم.

تمرين (2)

فيما يلي المبيعات التقديرية في إحدى الشركات بالدنانير الجارية (متضمنة التضخم)، وكان معدل الربح النظري بنسبة (10%).

السنوات / البيانات	**السنة 1**	**السنة 2**	**السنة 3**	**السنة 4**
المبيعات التقديرية	5000000	6500000	8450000	1100000
الأرباح النظرية	500000	650000	845000	1100000
تعويض القيمة الجوهرية الإجمالية	300000	4000000	500000	700000
إيراد شهرة المحل	200000	250000	345000	400000

فإذا كان معدل التضخم المعتمد (12%) وإن معدل الخصم المختار هو(15 %) فأنه من المفضل إجراء الخصم من خلال قسمة كلاً من العوائد على $(1,12 \times 1,15)^n$ أي $(29,1)^n$. وبذلك فأن المبيعات تتضمن ارتفاع الأسعار، كما أن معدل الخصم يتعين أن يجري دمجه مع معدل التضخم. وعليه تحتسب شهرة المحل كما يلي:

$$GW = \frac{200000}{1.29} + \frac{250000}{(1.29)^2} + \frac{340000}{(1.29)^3} + \frac{400000}{(1.29)^4} \quad = 610424 \text{ دينار}$$

وأخيراً اقترح الكاتبان بارناي وكالبا عام 1968 (Barnay & Calba ,1968) طريقة مشابهة إلى تلك التي أوصى بها الاتحاد الأوربي للخبراء المحاسبين، لكنها أكثر

واقعية فقد استبدل هذان المؤلفان القيمة الجوهرية بالأموال الدائمية اللازمة للتشغيل (CPNE). وهذه الأموال الدائمية تعادل القيمة الجوهرية الصافية ورأس المال العامل التشغيلي. كما استبدال المؤلفان الربح الاقتصادي بالقدرة الربحية التي تعادل صافي الربح المعدل قبل المصروفات المالية (الفوائد). وعليه يمكن احتساب شهرة المحل تبعا للمعادلة الآتية:

$$GW = \frac{1 - \frac{1}{(1+t)^n}}{t}.(CB - iCPNE)$$

2 – طريقة التدفق النقدي الحالي Present Cash- Flow Method

تستند هذه الطريقة إلى مفهوم التدفقات النقدية الصافية وأسلوب الخصم. كما أن هذه الطريقة تنطلق مباشرة من معايير اتخاذ القرارات الاستثمارية. لقد تباينت الآراء بين الاتحادات المهنية والمؤلفين والمتخصصين بخصوص الاتفاق على صيغة موحدة لمفهوم التدفق النقدي بسبب تعقيدات العناصر الداخلية في احتسابه ودقتها.

لذلك وردت تعاريف عديدة للتدفق النقدي، كان بداية مفهوم التدفق النقدي (Cash Flow) في الولايات المتحدة الأمريكية حينما أعلنت لجنة خاصة في الاتحاد الأمريكي للمحللين الماليين في تقرير نشر 1964م بأن التدفق النقدي يعني بشكل عام صافي الربح مضافاً إليه الاندثارات، كما قد تضاف أو قد لا تضاف تخصيصات للضرائب المؤجلة والمصروفات التي لا تدفع عاجلاً، ثم انتقل بعد ذلك مفهوم التدفق النقدي إلى بلدان أوربا وبقية أنحاء العالم سواء كان بالمفهوم نفسه أو بمفاهيم أخرى.

يوصي الاتحاد الأوربي للمحللين الماليين بأن التدفق النقدي يشمل الربح والإندثارات، ويمثل التدفق النقدي قدرة التمويل الذاتي الإجمالي لأن الحصص الربحية المستحقة الأداء للأسهم العادية لم تدفع، وفي حالة توزيع هذه الحصص الربحية على المساهمين فانه سيصبح تدفقاً نقدياً صافياً.

استخدمت وزارة الاقتصاد والمالية في فرنسا مفهوم إجمالي هامش التمويل الذاتي، بدلاً من مفهوم التدفق النقدي، الذي يمثل المجموع المتكون من الاندثارات وجزء من التخصيصات أو كلها وصافي الربح بعد الضريبة. وعليه يمثل قدرة التمويل الذاتي للشركة المتحصلة خلال الفترة المالية (قبل توزيع محتمل للربح).

استنادا إلى التوصيات السابقة أورد العديد من الكتاب تعاريف للتدفق النقدي يمكن إجمالها في تعريف موحد قريب من الواقع العملي. فقد عرف التدفق النقدي بأنه مجموعة الأموال الناجمة عن نشاط الشركة ويقصد بذلك الفرق بين الإيرادات والمصروفات الناجمة فعلاً عن دخول أو خروج الأموال. وعرف صافي التدفق النقدي بأنه عبارة عن إجمالي هامش التمويل الذاتي الذي يتكون من الحصص الربحية والاحتياطات والتخصيصات.

يستنتج من التعاريف الآنفة الذكر أن التدفق النقدي يحتسب من خلال إضافة مبلغ الاندثار إلى صافي الربح المتحقق خلال الفترة المالية، فضلاً عن أن قسماً من التخصيصات أو جميعها يؤخذ بنظر الاعتبار (تخصيصات للخسائر، تخصيصات للمصروفات العرضية، تخصيصات ضريبية ...) ولا تؤخذ في الحسبان الأرباح والخسائر العرضية.

بعد أن يتم تحديد صافي التدفق النقدي بصورة واضحة ودقيقة يمكن أن تحدد قيمة الشركة عن طريق مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية السنوية لفترة معينة والقيمة الحالية لثمن التصفية في نهاية هذه الفترة. تتمثل صعوبات تطبيق هذه الطريقة في ثلاث جوانب مهمة هي التنبؤ والفترة ومعدل الخصم:

1 - تحتاج طريقة التدفق النقدي إلى تنظيم تنبؤات تفصيلية ودقيقة لمدة طويلة، أي تنظيم جدول باستحقاق التدفقات النقدية المستقبلية.

2 - ترتبط مدة استحقاق التدفقات النقدية بفترة حياة الاستثمار التي عادة ما تكون صعبة التحديد.

3 - يجب أن يكون معدل الخصم أعلى من معدل رسملة الربح الحقيقي لان الطريقة تقوم على أساس تنبؤات التدفقات النقدية، لكن من جانب آخر يجب أن يكون

معدل الخصم اقل من معدل الربح الممتاز لان التدفق النقدي يكون اقل درجة مخاطرة من الـربح الممتاز.

خلاصة الفصل

تتحدد قيمة الشركة مـن خـلال اسـتخدام ثلاثـة معـايير. تتمثـل هـذه المعـايير بالمعـايير الشخصـية والمعايير التقليدية (المحاسبية) والمعايير الاقتصادية. تعتمد المعايير الشخصـية عـلى الحكـم الشـخصي الـذي يستند إلى عوامل نفسية واقتصادية. وتشـكل الشـهرة الواسـعة للشركـة عـاملاً نفسـياً يلعـب دوراً كبـيراً في تعلية قيمتها لدى المشتري. كما أن احتكار الشركة للسوق وانفرادها به يعد أحد الدوافع الاقتصـادية الـذي يولد الرغبة في شراءها ومن ثم يزيد من قيمتها.

تستخدم المعايير التقليدية للبيانات المحاسبية المدرجة في القوائم الختامية. ويمكـن احتسـاب قيمـة الشركة باستخدام القيمة المحاسبية والقيمة السوقية والقيمة الربحيـة والقيمـة الجوهريـة. تتحـدد القيمـة المحاسبية من خلال احتسـاب صـافي المركـز المـالي (صـافي حـق الملكيـة) الـذي يعـبر عـن الفـرق بـين قيمـة الموجودات الحقيقية (المعدلة) وقيمة القـروض. وتحـدد القيمـة السـوقية عـن طريـق حاصـل ضرب عـدد الأسهم في السعر الـذي تبلغـه هـذه الأسـهم في السـوق الماليـة. وتحتسـب قيمـة الشركـة بواسـطة رسـملة الحصص والأرباح. أما القيمة الجوهرية فتحدد من خلال تقدير جميع العناصر الحقيقيـة اللازمـة لتشـغيل الشركة.

تقوم المعايير الاقتصادية على أساس إضافة قيمة تقديرية للعناصر النوعية إلى صافي المركز الحقيقي أو القيمة الجوهرية. وتتضمن المعايير الاقتصادية لاحتساب قيمة الشركة نوعين من الطرائـق: الأول يعتمـد على شهرة المحل والثاني يعتمد على التـدفق النقـدي. بالنسـبة للنـوع الأول تسـتخدم طريقـة غـير مبـاشرة وطريقـة مبـاشرة، يـتم بموجـب الطريقـة غـير المبـاشرة تحديـد قيمـة إجماليـة للشركـة مـن خـلال إيجـاد المتوسط الحسابي للقيمة الربحية وصافي المركز الحقيقي. ويـتم بموجـب الطريقـة المبـاشرة احتسـاب شـهرة المحل عن طريق رسملة الربح الممتاز الـذي يمثـل الفـرق بـين صـافي الـربح الاقتصـادي المتحقـق وتعـويض القيمة الجوهرية الصـافية، ثـم تضـاف قيمـة شـهرة المحـل إلى صـافي المركـز المـالي الحقيقـي. أمـا بالنسـبة

للنوع الثاني فتتحدد قيمة الشركة عن طريق مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية السنوية لفترة معينة.

يتضح من استعراض الطرائق المختلفة للتقييم انه لا يوجد حل متكامل لأي مشكلة معروضة، أي بتعبير آخر لا توجد طريقة حاسمة تعالج المشكلة المعروضة. الأمر الذي يتطلب البحث عن الطريقة، أو التنسيق بين أكثر من طريقة للتكييف الأفضل مع المشكلة المطلوب حلها. كما يتوجب اتخاذ الحيطة والحذر الشديد لأن كفاءة الإدارة تعتمد على مدى نجاحها في التعامل مع العمليات الخاصة بالتقييم. لكن في الوقت نفسه كل تقييم يمثل حالة نسبية لأنه لا يستخدم غالباً إلا بوصفه مؤشر موضوعي في التفاوض الذي تعتمد نتيجته على العديد من العوامل المستقلة. وهنالك عدد من العوامل التي تؤثر على نتيجة التقييم وخاصة معدلات الخصم، ومعدلات التضخم، ومعدلات تعويض القيمة الجوهرية، وفترة الإيراد. يمكن الإشارة إلى نقطتين مشتركتين بين جميع الطرائق المعروضة:

- يتم احتساب الأرباح المتوقعة على أساس مستقبل أكيد.
- تتكون قيمة الشركة من جميع العناصر الملموسة وشهرة المحل.

يستنتج من النقطة الأولى أن التقييم يهمل الخطر. وأن هنالك أنواع مختلفة من الخطر. تتمثل هذه الأنواع بالخطر التشغيلي والتكنولوجي والاقتصادي والسياسي والاجتماعي ...الخ. ومن الواضح أن هذه الأخطار يصعب قياسها لكن يتكامل الخطر حينما يؤخذ بنظر الاعتبار مع حسابات التقييم على مستوى فترة الإيراد ومعدل الخصم. أما النقطة الثانية، التي تتعلق بجميع العناصر الملموسة وغير الملموسة، تحمل معناها الواقعي من الناحية الاقتصادية لأن احتساب القيم غير الملموسة يؤخذ بالحسبان تعويض العناصر الملموسة.

وأخيراً يمكن القول أن المعايير الاقتصادية المعتمدة على شهرة المحل، تمثل مفهوم ديناميكي (حركي) حينما تعطي قيمة معتبرة للموجودات غير الملموسة. وهذه المعايير تستخدم بالكامل في تقييم الشركات التي تعمل على أساس مبدأ استمرارية التشغيل.

أسئلة الفصل

1- أملأ الفراغات التالية:

1) تواجه الشركات نوعين مختلفين من التقييم يمثل الأول تقييم........... ويمثل الثاني تقييم.........

2) يمكن احتساب قيمة الشركة من باستخدام القيمة المحاسبية أو القيمة........ أو القيمة......... التي توفرها الميزانية.

3) في الشركات المساهمة يتم احتساب القيمة المحاسبية للسهم من خلال قسمة.......... على عدد........... التي يتكون منها رأس المال المساهم به.

4) إذا تقييم الموجودات يجري خلال فترة التضخم فأنه من المناسب إجراء عملية التكامل بين معدل.......... ومعدل التضخم السائد.

5) يوصي الاتحاد الأوربي للمحللين الماليين بأن التدفق النقدي يشمل الربح و............

2- أن القيمة السوقية للشركة بشكل عام يمنك أن تكون أعلى أو أقل من صافي المركز المحاسبي (المالي)، بين أسباب ذلك.

3- يمكن أن تحدد قيمة الشركة عن طريق مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية السنوية لفترة معينة والقيمة الحالية لثمن التصفية في نهاية هذه الفترة، بيد أن هنالك صعوبات تكتنف عملية تطبيق هذه الطريقة. ما هي هذه الصعوبات؟.

4- تتضمن المعايير الاقتصادية نوعين من الطرائق لاحتساب قيمة الشركة ما هي هذه الطرائق؟ عددها مع الشرح.

الفصل السابع عشر

التنبؤ بالفشل المالي Predict Financial Failure

الفصل السابع عشر

التنبؤ بالفشل المالي Predict Financial Failure

يعتمد التحليل المالي بشكل أساسي على الخبرة، وحكم المحلل، حيث يواجه التحليل النسبي صعوبات متعددة، منها عدم وجود قواعد نهائية للحكم. وفي كثير من الحالات، تعطي النسب المالية مؤشرات متضاربة، فمن الممكن أن يكون تفسير نسبة مالية واحدة متناقضاً مع نسبة مالية أخرى، كارتفاع نسب الربحية، وانخفاض نسب السيولة، بمعنى أن التحليل المالي لم يعطي الصورة الحقيقية للشركة، في الوقت الذي تظهر فيه إحدى نسب السيولة أن هناك إعساراً مالياً قد يحدث. إن العدد الكبير للنسب المالية المستخدمة، والصعوبات في تفسير مجموعة من تلك النسب، دفع العديد من الباحثين والمحللين الماليين إلى السؤال: "هل هناك مؤشرات أو قيم محددة يمكن حسابها للحكم على سلامة المركز المالي للشركة، ويستطيع المحلل أن يعتمد عليها في إصدار حكمه؟

لذلك فقد اعتمد التحليل لأغراض التنبؤ بالفشل المالي على استخدام النماذج الكمية من النسب ومؤشرات مالية، لمعرفة أرصدة معينة أو نتائج محددة ومقارنتها مع نسب معيارية وقيم فاصلة، وذلك كمؤشر على الصعوبات المالية التي يمكن أن تواجهها الشركات. ولعل عدم توافق قرارات الاستثمار مع قرارات التمويل، يؤدي إلى فجوة بين الإيرادات ونفقات التمويل، بالشكل الذى يزيد من احتمالات الفشل المالي عندما يصعب مواجهة هذه النفقات. وعادة ما تكون البداية مع عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها القصيرة الأجل في تاريخ استحقاقها، ولاحقاً تتوقف الشركة عن سداد فوائد القروض والسندات وتوزيعات حقوق الأفضلية (مثل الدفعات المتراكمة للأسهم الممتازة).

التنبؤ بالفشل المالي

أن التنبؤ بقوة أو ضعف المنشأة، والتنبؤ باحتمال فشلها يستلزم بالضرورة استخدام بعض النسب المالية. تمثل عوامل مميزة للأداء، ليتم بعد ذلك قياس نتائج هذه النسب في معرفة أداء المنشأة، وتعرض المراجع العلمية وجود العديد من النماذج التنبؤية للفشل المالي لمنشآت الأعمال.

يعود الفضل للباحثين الأمريكيين في أيجاد وتطوير هذه النماذج، بتشجيع من المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA)، وهيئة البورصات المالية (SEC) وذلك على أعقاب أزمات الإفلاس الكبيرة للشركات والبنوك التي اجتاحت الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية، وقد اتهم المحاسبون القانونيون بتحمل المسؤولية عن عمليات التضليل في البيانات المالية، من هنا جاء دور المحاسب القانوني في إجراء اختبارات لمدى قدرة المنشأة موضوع المراجعة والتدقيق على الاستمرارية بالنشاط أو إعطائها الإنذار المبكر حول فشلها وإفلاسها.

نماذج التنبوء بالفشل المالي

هنالك العديد من النماذج التحليلية للتنبؤ بالفشل المالي طرحها العديد من الباحثين لغرض تطبيقها في الشركات الصناعية والمصرفية. وتعتمد اغلب هذه النماذج التحليلية على النسبة المالية المركبة، واعتمدت على مؤشرات كمية يتم اشتقاقها من القوائم المالية المنشورة واحيانا غير المنشورة، يتم تجميعها من مصادر مختلفة، ونقطة الاختلاف الجوهرية بين هذه النماذج هو الاختلاف في الوزن النسبي المعطى لكل نسبة مالية يتم استخدامها، وفي عدد النسب المستخدمة باعتبارها متغيرات مستقلة.

ومن أكثر النماذج التحليلية شيوعا واستخداما للتبنؤ بالفشل المالي لمنشأت الاعمال هي:

1. نموذج (Altman And Mccovgh) 1974
2. نموذج (Kida) 1984

3. نموذج (Sherrod) 1987

نموذج (Altman And Mccovgh) 1974

يعد Altman أول من استخدام التحليل متعدد المتغيرات، لأجل التنبـؤ بمشـكلات الفشـل لمنشـآت الأعمال، إذ قام بجمع أكثر من متغير لتحقيق هذه الغاية، ومن خلال الدراسة المقارنة بين 33 شركة فاشـلة، و 33 شركة ناجحة من النشاط نفسه، توصل الى معادلة تعرف باسم z-score.

ويعد نموذج (Altman And Mccovgh) من اكثر النماذج شيوعا في التنبؤ بالفشل المالي لمنشـئات الأعمال، وقـد وضـع هـذا النمـوذج سـنة 1974م اسـتكمالا لنمـوذج سـابق وضـعه الـتمان Altman عـام 1968م.

نموذج التمان وماكوج على انتقاء وترجيح نسب مالية، اعتبرت افضل النسب المميـزة لـلإداء، والتـي يمكن أن تتنبأ بالفشل، وهي :

المتغير	النسبة المالية	طبيعة النسبة	الوزن النسبي
X1	نسـبة صـافي رأس المـال العامـل الى مجمـوع الأصـول (الموجودات).	نسبة نشاط	0.012
X2	نسـبة الاحتياطيـات والأربـاح المحتجـزة إلى مجمـوع الأصول.	نسبة ربحية	0.014
X3	نسبة صافي الـربح قبـل الفائـدة والضريبـة إلى مجمـوع الأصول.	نسبة ربحية	0.033
X4	نسبة القيمة السوقية لـرأس المـال إلى القيمـة الدفتريـة للديون (الخصوم).	نسبة رفع مالي	0.006
X5	نسبة صافي المبيعات الى مجموع الأًصول.	نسبة نشاط	0.0999

وقد استطاع التمان وماكوج وباستخدام أسلوب التحليل التمييزي الإحصائي أن يضعان نموذجا كميـا يعطي أمكانية التنبؤ بالفشل في حالة تطبيقة وفق المعادلة الاتية:

$$Z=0.012X1+0.014X2+0.033X3+0.006X4+0.0999X5$$

X1 إلى X5 = تمثل المتغيرات، أي النسب المالية أعلاه، المستخدمة في النموذج فهي أي النسب تختلف من منشأة الى أخرى باختلاف أدائها. اي بتعبير اخر، يعتمد هذا النموذج على خمسة نسب مالية تدرس خمسة متغيرات مستقلة ومتغير تابع يرمز له بالرمز (z) ويعبر عن هذا النموذج رياضيا بالمعادلة الأتية:

$$Z=0.012X1+0.014X2+0.033X3+0.006X4+0.010X5$$

والنسب المستخدمة في النموذج هي:

X1 = صافي راس المال العامل/ مجموع الأصول.

X2 = الأرباح المحتجزة/ مجموع الأصول

X3 = الأرباح قبل الفوائد والضرائب/ مجموع الأصول

X4 = القيمة السوقية لحقوق المساهمين/ مجموع الالتزامات

X5 = المبيعات/ مجموع الأصول

Z = دليل الاستمرارية

وبموجب هذا النموذج فان الشركات تصنف إلى ثلاث فئات من حيث فشلها او نجاحها في الاستمرارية بالعمل وهذه الفئات هي:

1. الشركات الناجحة يتعين ان تكون قيمة (Z) فيها (2,99) فاكثر.
2. الشركات المشكوك في إمكانية استمراريتها واحتمال إفلاسها تنحصر قيمة (Z) فيها بين (1,81) و(2,99).
3. الشركات الفاشلة تكون قيمة (Z) اقل من (1,81).

ويعد هذا النموذج من النماذج الجيدة لإجراء دراسة الفشل المالي، حيث اثبت قدرته على التنبؤ باكتشاف الفشل المالي بدرجة عالية قبل سنتين من وقوعه.

مثال:

فيما يلي البيانات المالية المستخرجة من سجلات أحدى المنشآت التجارية:

مجموع الأصول 1600

مجموع الخصوم 600

الأرباح المحتجزة 300

صافي ربح التشغيل 350

القيمة السوقية للأسهم 700

أصول متداولة 800

خصوم متداولة 500

المبيعات1200

$$Z = 0.012\left(\frac{300}{1600}\right) + 0.014\left(\frac{300}{1600}\right) + 0.033\left(\frac{350}{1600}\right) + 0.006\left(\frac{700}{600}\right) + 0.010\left(\frac{1200}{1600}\right)$$

$$0.027 = 0.002 + 0.003 + 0.007 + 0.007 + 0.008$$

وبمقارنة نتائج المثال بمؤشرات الفئات الثلاث المشار إليها أعلاه نجد أن احتمال الفشل لهذه المنشاة مؤكد حيث أن قيمة Z هي (0.027) أقل بكثير من (1.81).

نموذج Kida 1984:

يعتمد هذا النموذج كذلك على خمس نسب مالية رئيسية تتمثل في الاتي:

المتغير	النسبة المالية	طبيعة النسبة	الوزن النسبي
X1	صافي الربح بعد الضريبة / مجموع الأصول	نسبة ربحية	1.042
X2	حقوق الملكية / مجموع الاصول	نسبة رفع	0.420
X3	الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة	نسبة السيولة	0.461
X4	المبيعات / مجموع الأصول	تمثل نسبة النشاط	0.463
X5	الأصول النقدية / مجموع الأصول	نسبة نشاط	0.271

تكون المعادلة الرياضية لهذا النموذج كما يلي :

$$Z = 1.042X1 + 0.42X2 - 0.461X3 - 0.463X4 + 0.271X5$$

تعد احتمالات الفشل مرتفعة حسب هذا النموذج عندما تكون قيمة (Z) سالبة أما اذا كانت قيمة (Z) إيجابية فتكون المنشأة في أمان. أي أن وفق هذا النموذج فان احتمالات الفشل التي تتعرض لها الشركات تزداد كلما ظهرت قيمة(Z) سالبة، أما اذا

ظهرت النتيجة موجبة فان إمكانيات الشركة جيدة في الاستمرار بالعمل دون تعرضها للفشل المالي.

مثال:

ظهرت الأرصدة التالية في سجلات أحدى المنشآت الصناعية:

مجموع الاصول 3000

مجموع الخصوم 1800

المبيعات 4000

الاصول النقدية 800

الخصوم المتداولة 1200

حقوق ملكية المساهمين 2000

صافي الربح بعد الضريبة 150

المطلوب: إعداد دراسة التحليلية لهذه البيانات باستخدام نموذج كيدا (KIDA) لمعرفة مدى قدرة المنشأة على الاستمرار.

$$Z=1.042(\frac{150}{3000})+0.42(\frac{2000}{1800}) - \mathbf{0.461}\left(\frac{800}{1200}\right) - \mathbf{0.463}\left(\frac{4000}{3000}\right) + \mathbf{0.271}(\frac{800}{3000})$$

$$Z=0.052+0.466-0.307-0.617+0.072$$

$$Z= (0.334)$$

وبموجب هذا النموذج نجد أن المنشأة موضوع الدراسة تقع تحت احتمالات فشل مرتفعة وذلك لان قيمة (Z) ظهرت سالبة بمقدار (0.334).

نموذج Sherrord 1987

يهدف هذا النموذج إلى تحقيق فرضيتين رئيستين هما :

1- تقييم مخاطر الائتمان: يستخدم النموذج من قبل البنوك لتقييم المخاطر الائتمانية عند منح القروض للمشاريع الاقتصادية، اذ يجري تقسيم القروض إلى خمس فئات حسب درجة المخاطرة وكما في الجدول الاتي :

الفئات	درجة المخاطرة	قيمة Z الفاصلة
الأولى	قروض ممتازة	$Z > 25$
الثانية	قروض قليلة المخاطرة	$25 \geq Z > 5$
الثالثة	قروض متوسطة المخاطرة	$20 \geq Z > 5$
الرابعة	قروض عالية المخاطرة	$5 \geq Z > -5$
الخامسة	قروض عالية المخاطرة جدا	Z ≤ 5 –

2- الفشل المالي: يستخدم للتأكد من مبدأ استمرار المشروع في الحياة الاقتصادية للتعرف على مدى قدرة المشروع على مزاولة نشاطه في المستقبل.

ويعد هذا النموذج بموجب معادلة الانحدار الأتية:

$$Z=17X1+9X2+3.5X3+20X4+1.2X5+0.1X6$$

حيث أن:

Z = مؤشر الإفلاس

X1= صافي رأس المال العامل/ إجمالي الأصول

X2= الأصول السائلة/ إجمالي الأصول

X3= إجمالي حقوق المساهمين/ إجمالي الأصول

X4= صافي الأرباح قبل الضرائب/ إجمالي الأصول

X5= إجمالي الأصول/ إجمالي الالتزامات

X6= إجمالي حقوق المساهمين/ الأصول الثابتة

الأوزان الترجيحية حسب أهمية كلا منها

المتغير	الوزن النسبي للمتغير بالنقاط	نوع المتغير
X1	17	مؤشر سيولة
X2	9	مؤشر سيولة
X3	3.5	مؤشر رفع
X4	20	مؤشر الربحية
X5	1.2	مؤشر رفع
X6	0.1	مؤشر رفع

ان هذا النموذج يخدم أغراض تحليل الائتمان في المصارف التجارية من زاويتين. فمن جهة يمكن استخدامه في تقييم المركز الائتماني للشركات التي تتقدم بطلبات الحصول على قروض التسهيلات المصرفية، اي كأداة يسترشد بها مدير الائتمان ولجنة القروض في اتخاذ منح تسهيلات أو القروض.

ومن جهة أخرى يمكن كذلك استخدام النموذج من قبل أدارة التدقيق بالمصرف أو من قبل المدقق الخارجي كأداة لتقييم المخاطرة المحيطة بمحفظة القروض، ومن ثم تقدير مخصص القروض المتعثرة الواجب تكوينه بخصوص هذه المحفظة. كما يفيد في تحديد معدل الفائدة الخاص بالقروض وكذلك في تصميم جداول متابعة او مراجعة القروض، ويلاحظ من هذا النموذج أعلاه ما يأتي:

1) أن الوزن الأكبر للنسب المالية المكونة له هو من نصيب تلك التي تختبر قدرة الزبون على السداد وهي نسب السيولة، ويعود سبب ذلك إلى استخدام النموذج لهدفين رئيسين هما لمعرفة قدرة الشركة على الاستمرار في فعاليتها الاقتصادية ومن وثم الوفاء بالتزاماتها في مواعيدها المحددة.

2) أن مؤشر الجودة أو النوعية المستخدم في تصنيف المنشأة طالبة القرض أو في تصنيف قروض المحفظة يسير في اتجاه عكسي لاتجاه المخاطرة، بمعنى أخر أن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على جودة القرض أو على قوة المركز المالي للشركة الحالية طالبة القرض ومن ثم انخفاض درجة المخاطرة والعكس بالعكس.

مثال

ظهرت الأرصدة التالية في سجلات أحدى المنشآت الصناعية:

- مجموع الأصول 8000
- الأصول المتداولة 3500
- الأصول الثابتة 4500
- مجموع الخصوم (الالتزامات) 6000
- الاصول النقدية 1000

- الخصوم المتداولة 1500
- اجمالي حقوق المساهمين 2000
- صافي الربح بعد الضريبة 500

المطلوب: إعداد دراسة التحليلية لهذه البيانات باستخدام نموذج (Sherrod) لمعرفة مدى قدرة المنشأة على الاستمرار.

الحل

صافي راس المال العامل = الموجودات المتداولة – المطلوبات المتداولة

2000 = 1500 – 3500

$$Z=17\left(\frac{2000}{8000}\right)+9\left(\frac{1000}{8000}\right)+3.5\left(\frac{2000}{8000}\right)+20\left(\frac{500}{8000}\right)+1.2\left(\frac{8000}{6000}\right)+0.1\left(\frac{2000}{4500}\right)$$

$$Z = 4.25 + 1.125 + 0.875 + 1.25 + 1.600 + 0.044$$

$$Z = 9.144$$

يظهر من تطبيق نموذج (Sherrod) أعلاه أن قيمة (Z) تعادل (9.144)، وهذه القيمة بحسب درجة المخاطرة في منح القروض للوحدات الاقتصادية ضمن الفئة الثالثة، أي أن القروض التي تمنحها الشركة إلى الوحدات الاقتصادية هي قروض متوسطة المخاطرة.

وتجدر الإشارة إلى أن الاستفادة من تلك النماذج والأخرى المشابهة لها تبقى محط اهتمام الباحثين والجهات ذات العلاقة بعد أن أثبتت جدواها، غير ان تطبيق اي منها كما هو في صيغته الأصلية لدراسة احتمالات الفشل المالي في كل الظروف تعترضه بعض الصعوبات، وذلك لاحتمال أن تكون المنشأة محل الدراسة مختلفة في طبيعة نشاطها أو في الظروف البيئية المحيطة بها وهذا شيء طبيعي أن تختلف الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي تحيط بمنشئات الأعمال من بلد لآخر.

لقد حددت الأدبيات المالية المنشورة عن الإفلاس العديد من النسب التي كانت مهمة في التنبؤ بالإفلاس. فليس هنالك نسب معينة تستخدم للتنبؤ بفشل الشركة (Barnes، 1987؛ Altman، 1993؛ Mohamed، Li and Sanda، 2001).

وقد اختار معظم الباحثين نسبًا مالية استنادًا إلى شعبيتها وقدرتها التنبؤية في الدراسات السابقة على الإفلاس (بيفر، 1966؛ ألتمان، 1968؛ أولسون، 1980؛ ألتمان وكاو، 1985؛ كيسي وبارتشاك، 1985؛ شوموواي، 2001؛ بيفر إيه al.، 2005؛ نور Adiana et.al؛ 2008، Lifschuts و Jacobi، 2010؛ Y. Wu et.al 2010).

كانت النسب المالية الأكثر استخدامًا من قبل الباحثين هي صافي الدخل إلى إجمالي الأصول (Beaver، 1966؛ Deakin، 1972؛ Libby، 1975؛ Ohlson، 1980؛ Lennox، 1999)، مجموع الخصوم إلى إجمالي الأصول (Beaver، 1966؛ Deakin، 1972؛ Ohlson، 1980؛ Zmijewski، 1984) وحجم (Ohlson، 1980؛ Lennox، 1999؛ Shumway، 2001؛ Halim et al، 2008). تم استخدام صافي معدل الدخل من قبل(Ohlson 1980) لتمثيل النمو. ولشرح الإفلاس في المملكة المتحدة، استخدم لينوكس (1999) النقدية إلى الخصوم المتداولة، ونسبة دوران المدينين ونسبة التدفق النقدي الإجمالي إلى التدفق النقدي.

لتفسير الإفلاس في كوريا، كانت نتيجة Nam and Jinn (2000) هي أن المصروفات المالية للمبيعات وتغطية الديون ودوران المستحقات كانت مهمة. كانت دراسة نام وجين (2001) متسقة مع لينوكس (1999 Zulkarnain .(وآخرون. (2001) استخدمت نموذجMDA ، الذي أظهر أن إجمالي الخصوم إلى إجمالي الأصول، والمبيعات إلى الأصول المتداولة، والنقدية إلى الخصوم المتداولة، والقيمة السوقية للديون كانت كبيرة في تفسير الفشل المالي في الشركات الماليزية بين عامي 1980 و1996.

Altman (1968) أنشأ نموذجًا (Altman Z Score) يتكون من مجموعة من النسب المالية التي يتم تحليلها باستخدام تحليل التمييز المتعدد(MDA) ، استنادًا إلى افتراض وجود علاقة بين النسب المالية في السنوات السابقة ووقت الإفلاس للسنوات التالية.

المراجع

1- Alberts, W.W., Stephen H., archer, (1973), " some evidence on the effect of company size on the cost of equity capital ", journal of financial and quantitative analysis

2- Alderson, Michael, 1. & K.C. Chen, (1986), "Excess Asset Reversions and Share holder Wealth", Journal of Finance, 41.

3- Altman, Edward 1. (1968), "Financial Ratio, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", Journal of Finance, 23, September.

4- American Accounting Association Report of the Committee on Foundation of Accounting Measurement " The Accounting Review, Supplement TO Vol.46,1971.

5- Amihud, yakov, & haim mendelsons, (1989) ," Liquidity and cost of capital: implication for corporate management ", journal of applied corporate finance.

6- ANG, James S., & Wilbur G. levellene (1982), " Risk Adjustment in capital investment project evaluations ", Financial management 11, summer

7- Anthong, Robert N., (1960), "The Trouble with profit Maximization", Harvard Business Review, November December.

8- Arditti, fred D., & haim levy, (1977), "the weighted average cost of capital as a cut off rate: acritical analysis of the classical textbook weigted average ", financial management ,6.

9- Arvan L, & L.N, Moss, (1982)", Inventory management and the theory of the firm", American Economic Review March.

10-Atkirfs Joseph C. & young H. Kim, (1977), "Comment and Correction Opportunity cost in the Evaluation of investment in Accounts Receivable ", financial management, winter.

11-Bacon, Peter W., (1977), " The Evolution of mutually exclusive ", financial management, 6, summer.

12-Banal, William J.(1952), "the transactions demand for cash: An inventory theoretic approach ", quarterly journal of economics, 65, November.

13-Bauman W.Scott, (1969) ,"investment Returns and present and present value " financial analysis Journal, 25, November – December.

14-Beaver, William H., (1981), "Financial Reporting: An Accounting Revolution", Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

15-Ben-Shahar, haim & Frank M.Werner ,(1977),"Multi Period Capital Budgeting under uncertainty: A suggested 12, December.

16-Beranek William ,(1977), "the weighted average cost of capital and shareholder wealth maximization " journal of financial and quantitative analysis march.

17-Bey, Roger P, & clayton singleton, (1978) ", autocorrelated cash flows and the selection of a selection of a portfolio of capital Assets " Decision Science, 8 October.

18-Bey, Roger P., (1983), "Capital Budgeting decisions when Cash Flows and Project Lires are Stochastic and Dependent ", Journal of financial research ,6.

19-Black, B.S., & Joseph A. G., (1988), "Sharehold Gains from Takeovers and Restructurings", Journal of Applied Corporate Finance, 1, Spring.

20-Blume, marshall E. (1975). "betas and their reqression tendencies" journal of finance, 30, June.

21-Bondreaix, Kenneth j., hugh w.long, john R.Ezzell & R.Burr porter, moshe Ben Horim: & Alan C. shapro, (1979), "the weighted average cost of capital A discussion ", financial management, summer.

22- Borne, Jeffrey A., (1988), "Insider Ownership and Signals Evidence from Dividend Initiation An-nouncement Effects", Financial Management, Spring.

23-Brennan, Michael J., & Eduardo S., schwarte, (1985) ", A new approach to evaluating natural resource invevstment " Midland corporate finance journal, 3 spring.

24-Brigham & Houston "financial Management", By Eugene F. Brigham And joel. F.Houston, Harcour College Publishers, 9th,Ed Orlande, FI, USA, 2000.

25- Brigham, Eugene F., oilipk. shome & steve r.vinson, (1985), "the risk premium approach to measuring utility's cost of equlty " financial management, spring.

26-Brigham E.F, & Gapenski, L.C, (1996)", Intermediate financial management ", International edition, Dryden, press.

27-Brikley, James A., & Kathleen T. Hevert, (1991), "Direct Employee Stock Ownership, An empirical Investigation, Financial Management, Summer.

28- Brooks, L.D (1980),"Risk – Return criteria and optimal Inventory stocks ", engineering economist, summer

29-Brown, Keith, C.& scott L. lummer, (1986)", A reexamination of the goverd call option strategy for corporate cash management ", financial management, summer.
30-Carleton Willard, Charles L. Dick J. & David Downers, (1973), "financial policy theory and practice ", Journal of finance December.
31-Chambers, Donald R., Roberts S.Harris, John, J pringle, (1982), "Treatment of financing Mix in analysis investment opportunities ", financial management, 11, summer.
32-Chen, Andrew, (1978), "Recent Developments in the cost of debt capital ", Journal of finance, June.
33-Chen, Kung H., & Thomas A., Shimerda, (1981), "An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios", Financial Management, 10 ,Spring.
34-ClydeP. Stickney, & PaulR.Brown ,"Financial Reporting and Statement Analysis A Strategic Perspective " 4^{th} Edition, 2000.
35-Cooley Philip., & Charles E. E., (1982), "Ownership Effects on Managerial Salaries in Small Business", Financial Management, Winter.
36-Cooper, D., & Glenn P., (1994), "Corporate Performance and Adherence to Shareholder Wealth - Maximizing Principles", Financial Management, Spring.
37-Copeland, Thomas E., (1979), "liquidity changes flowing stock splits, journal of finance, march.
38-Crutchley clair E., & Robert S. Hansen, (1989), "Atest of thr Agency theory of managerial ownership. corporate Leverage and corporate Dividends", financial management, winter.
39-Deakin, Edward B., (1976), "Distributions of Financial Accounting Ratios: Some Empirical Evidence", Accounting Review, 51 ,January.
40-Donaldson, G., (1963), "Financial Goals: Management Versus Stockholders" Harvard Business Review, May - June
41-Dyl, Edward A, (1977), "Author look at the Evaluation of interest in Accounts Receivable using variance Analysis ", financial management winter.
42- Edelman, Richaral B. & H. Kent Baker, (1990), "Liquidity and Stock Exchange Listing". The Financial Review, May.
43-Elliot, J.W., (1972), "Control, Size, Growth and Financial Performance in the Firm", Journal of Financial and Quantitative

Analysis, January. Magee, john f, (1956), "Guides to inventory policy ", Harvard business revierw January – February.

44-Emery, gray, (1981), "some empirical evidence on the properties of daily cash flow ", financial management 10, spring.

45- Fama Eugene F., (1972), "Components of investment performance ", Journal of financial, 27, June.

46-Foster, George, (1989), "Financial Statement Analysis", Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

47-Fuller, Russell, & halbert s.kerr, (1981), "estimating the divisional cost of capital: an analysis of the pure – play technique ", journal of finance, 36 December.

48-Gallinger, George & P.Basil healy, (1991) ",liquidity analysis and management " reading mass: Addison – wesleg.

49-Gallinger, George W. & A. James ifflander, (1986) ", Monitoring Accounts receivable using variance Analysis ", financial management, winter.

50- Garvey, Gerald T., (1992), "Leveraging the underinvestment problem: How high debt and management shareholdings solve the Agency costs of free cash flow ", journal of financial research, summer.

51-Gentry, james A, & jesus M. De La Graze, (1985), "AGeneralized model for monitoring accounts receivable ", financial management winter.

52-Ghosh, Chinmoy & Randall Woolridage, (1988) "An Analysis of Shareholders Reaction to Dividend Cuts and Omissions", Journal of Financial Research, Winter.

53-Gitman, Lawrence J., Vincent A., mercurio, (1982), "cost of capital techniques used by major U.S. Firms: Survey and analysis of fortunes 1000", financial management, winter.

54-Gitman. J Lawrence ,"Principles of Managerial Finance, Addison Wesley ", 9th 2000.

55-Gombola, Moichael, & 1. Edward Katz, (1983), "Financial Ratios Patterns in Retail and Manufacturing Organization", Financial Management 12, Summer ,

56-Gup, Benton E., & sumuel W. Nerwood, (1982), "Divisional cost of capital: apractical approach ", financial management, 11, spring.

57-Haley, Charles W., &Lawrence D.schall, (1978),"problems with the concept of the cost of capital ", journal of finance and quantitative analysis, 13, December.

58- Hampton, John., & Celia L. Wagner, (1986), "Working capital management ", New York: John Wiley.

59- Harrington, Diana R., &Brent D. Wilson, (1989), "Corporate Financial Analysis", 3d ed., Homewood, IL: BPI Irwin

60- Harris, john M., Jr., Rondeney L.Ronfelolt & Philip L. cooley, (1983), "Evidence of financial leverage clienteles", journal of finance, seplember.

61- Harris, Milton, & arturraviv, (1990), "capital structure and the information rol of debt : , journal of finance, 45, June.

62- Harris, Robert s., (1986), " using analysis Growth forecasts to estimate shareholder required rates of return ", financial management, spring.

63- Harris, Robert s., Thomas J., Obrien & Doug wakeman, (1989), " Divisional cost of capital estimation for multi – Division firms ", financial management, 18, summer.

64- Harry G.Guthmann ,"Analysis Financial Statemants ", Forth Edition 1982.

65- Haugen, Robert A., (1990), "Modern invertment theory ", 2d ed Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

66- Hawawini, Gabriel, Claude viallet & Ashokvora, (1986), "industry influence on corporate working capital decisions, " sloan management reciew, 27, summer.

67- Hawkins. David F. (1986), "Corporate Financial Reporting and Analysis", Homewood, Ill, Irwin.

68- Helfert, Erich A., (1991), "Techniques of Financial Analysis", 7 th ed., Homewood, IIi Richard D. Irwin

69- Herbst, Anthony, (1978), "the unique read internal rate of return: caveat emptor!", Journal of financial and quantitative analysis 13, June.

70- Higgins, Robert G., (1989), "Analysis for Financial Management"., 2 ded. Homewood, IIi Richard D. Irwin.

71- Hill, Ned C. & Kenneth D.Ricner, (1979), "Determining the cash discount in the firms. Credit policy", financial management, spring.

72- International Accounting Standards Committee " International Accounting – Standards " 1996,

73- Janjigian, vahan, (1987), "the leverage changing consequences of convertible Debt and financing ", financial management, Autum.

74- John.Ellis, David Williams, Corporate Strategy and Financial Analysis, Pitman Publisherng, 2003.

75- Kallber, jarl. G, Kenneth L., Parkinson & joyce r.ochs, (1989) ", Essentials of cash management ," 3ed newtown, ct.national corporate cash management association.

76- Kamath, et al. (1985),"management of excess cash. practices and developments ", financial management, autumn.

77- Keane, simon M., (1979), "The internal rate of return and the reinvestment fallacy ", Journal of accounting and business studies ,15, June.

78- Kim, Yong H,& Kee, H. chung, (1989), "Inventory management under uncertainty: A financial theory for the Transactions Motive " managerial and decision economics.

79- Kim, E. Han, (1982) "miller's Equilibrium, shareholder leverage clienteles, and optimal capital leverage " journal of finance, may.

80- Kim, young H.& Joseph Atkins, (1978), "Evaluating investments in Accounts receivable: A wealth maximizing framework ", journal of financial may.

81- Kohler.E "Dictionary for Accounting " Englewood Cliffs New Jersy: Prentice Hall Inc, 2*ad Edition 1961.

82- Kwan, Clarence C.K, & Yufei Yean, (1988), "opetinal sequential selection in capital budgeting: Ashortent ", financial management, 17, Spring.

83- Lambert, R.A., & David F.L., (1985), "Executive Compensation, Corporate Decision - Making and Shareholder Wealth A Review of the Evidence", Midland Corporate Finance Journal, Winter.

84- Lambrix, R.J & S.Singhvi, (1979), "managing the working capital cycle ", financial executive, June.

85- Levy, Haim, & Robert Brooks, (1986), "financial Break – even analysis and the value of the firm ", financial management, 15, Autumn.

86- Logue, dennis E.&T.Taply, (1985), "Performance monitoring and timing of cash flows ", financial management, 14, autumn.

87- Magee, john f, (1956), "Guides to inventory policy ", Harvard business revierw, march – April.

88- Magee, john f, (1956), "Guides to inventory policy ", Harvard business revierw, may- June.

89- Malkiel, Burton G, (1963), "Equity Yields, Growth, and the Structure of Share Prices" American Economic Review, 53, December

90- Mandelker, gershon & S.ghon Rhee, (1984), "the impact of the degrees of operating and financial leverage and quantitive analysis, 19, march.

91-Martin, John D., & David F. Scott, (1980), " Debt Capacity and the capital Budgeting Decisions: A Revisitation ", Financial management, Spring.

92-McConnell, John J., (1990), "Equity Ownership and Corporate Value", Working Paper, Purdue University, January.

93-Mcdonald, Roberts L., & Daniel R.Siegel, (1985), "investments and the valuation of firms when there is and option to shut down ", international economic review, 26, June.

94-Meckling, W.H., & Michael G.J., (1983), "Reflections on the Corporations as a social Invention", Midland Corporate Finance Journal, Fall.

95-Merville, larry J. & lee A. Travis, (1973), "optimal working capital policies: Achance – constrained programming Approach ," journal of financial and Quantitative – Analysis, January.

96-Miles, james A., & jhon r.ezzell, (1980), "the weighted average cost of capital perfect markets and project life: A clarification ", journal of financial and quantitative analysis, 15, September.

97-Miller, Edward M., (1978),"uncertainty Induced Bias in capital Budgeting " Financial Management ,7, Autumn.

98- Miller, merton H.(1991), "leverage ", journal of finance, June.

99-Modigliani, franco, M.H.Miller, (1958) ,"the cost of capital corporation finance and the thory of investment ", American economic Review ,48, June.

100- Morris, james, R (1983), "the role of cash balances in firm valuation ", journal of financial and quantitative analysis, 18, December.

101- Mullions, David wiley, jr., & Richard B. homonoff, (1976)", Applications of inventory cash management, stewart c.myers ‘ed. New York: Braeger.

102- Myers, stewart C., (1984), "capital structure puzzle " journal of finance, 39, July.

103- Nantell, Timothy J.&Robert Carlson, (1975), " the cost of capital as a weighted average ", journal of finance, Decmember.

104- Norton, Edgar, (1991), " Factors Affecting capital structure decisions ", financial review, Agust.

105- Oh, john S. (1976), "opportunity cost in the evaluation of investment in accounts receivable ", financial management, summer.

106- Olson, Gerard T., & P. Douglas Mccann, (1994), "The linkages Between Dividends and Earnings", Financial Review, February.

107- Pinches, George E., (1982) ,"Myopia, Capital Budgeting and Decision making " financial management, 11, Autumn.

108- Pinegar, j.micheal, &lisa wilbrcht, (1989),"what managers think of capital structure theoty: a survey ", financial management, winter.

109- Prezas, Alexandros P., (1987), "Effects of Debt on the Degrees of operating and financial leverage ", financial management, summer.

110- Reilly, frank k., (1989), "investment analysis and portfolio management " 3d ed Hinsdale, IL: Dryden >

111- Reilly, Raymond R., & William Wacker (1973), "on the weighted average cost of capital" journal of financial and quantative analysis January.

112- Robichek, Alexander A., & James C., Van Horne, (1967), "Abandonment Value and capital Budgeting ", Journal of Finance ,22,December.

113- Russell J Fuller & Janes L. Fassall, Modern Investments and Securety Analysis, Mc Graw – Hall Book Company, New Yourk 2000.

114- Sachdeva, kanwal S. & Lawrence j. Gitman, (1981), "Accounts receivable Decisions in capital Budgeting framework", financial management, winter.

115- Schipper, K., & Abbie S., (1983), "Effects of Reconstructing on Shareholder Wealth", Journal of Financial Economics, 12, December.

116- Seitz, Neil E., (1990)," capital Budgeting and long – Term financing Decision ", Hinsdal, Dryden.

117- Seitz, Neil, (1982), "Shereholder Goals, Firm Goals and Financing Decisions", Financial Management Autumn

118- Sharpe, William F.,Gordan J., Alexander, (1990), "Investment 4thed Englewood Cliffs, NJ: prentice Hall.

119- Shprio, A, (1973), "optimal inventory and credit Granting strategies under inflation and devalution ", journal of financial and Quantitative Analysis, January.

120- Sick, Gordon A., (1986), "A certainty – equivalent Approach to capital Budgeting ", financial management, 15, winter.

121- Siegal, Jeremy j., (1985), "the application of DCF methodology for determining the cost of Equity capital ", financial management spring.

122- Smith, keith V. & Brian Belt, (1989), "working capital management in practice: An Update ," Krannert Graduate school of management working paper Number 9.51.

123- Snyder, Arthur, (1964), "Principles of inventory management", financial executive, 32, April.

124- Stateman, m., & tyzoon T., (1985), "optimistic capital budgeting forecasts: an experiment ", financial management, autumn.

125- Statement of Cash flow "Statement of Financial Accounting – Standards "FASB, 1987.

126- Stone. bernell k., (1972) "the use of forecasts for smothing in control limit models for cash – management ", financial management, spring.

127- Stone Bernell K., & Tom W. Miller, (1987), "Daily Cash Forecasting with Multiplicative Models of Cash Flow Patterns" ,Financial Management, Winter.

128- Stoner, bernell k., & Ned C. Hill, (1980), "cash transfer schedjling for Efficient cash concentration ", financial management, 9, autumn

129- Taggart, Robert A., Jr., (1989), "consistent valuation and cost of capital expressions with corporate and taxes " working paper National Burean of economic research, August.

130- Taggart, Robert R.Jr., (1991), "consistent valuation and cost of capital expressions with corporate and personal taxet" financial management Autum ".

131- Time, Stephen G. & peter C., Elsemann, (1989), " on the use of consensus forecasts of growth in the constant growth model: the case of electric utilities ", finanical management, 18, winter.

132- Van Home, James, (1992), "Financial Management", Englewood Cliffs", New Jersey, Prentice Itall, Inc.

133- Van Horne, james. C., (1990) ", financial market rates and flow ", 3d ed. Englewood cliffs, NJ: prentice Hall.

134- Van Horne, james C. (1969), " A Risk – Retuen Analysis of a firms working – capital position ", Engineering Economist, 14 winter.

135- Van Horne, James C., (1966) ,"capital – Budgeting Decisions Involving Combinations of Risky Investment ", management Science, 13, October.

136- Van Horne, James C., (1972) ," A note on Biasrs in capital Budgeting introduced by Inflation ", Journal of financial and Quantitative Analysis, 6, march.

137- Van Horne, james G, (1992), "financial Management ", Englewood cliffs, New jersey.

138- Vander, wide, james & steven F. maier, (1985), "managing croporate liquidity ", New York: John Wiley.

139- Walla, tinlochan s., (1977), "Explicit cost of changes in the level of accounts receivable and the credit policy decision of the firm ", financial management, winter.

140- Weingartner, H. Martin, (1963), "Mathematical Programing and the Analysis of capital budgeting Problems", Copyright H. Martin Weingartner.

141- Weingartner, H. Martin, (1969), "Some New Views on the Payback Period and Capital Budgeting Decisions " management science, 15, Agust.

142- Weston.Besley & Brigham ,"Essential Of Managerial Finance ", 11th Edition 1996.

143- Yardini, Edward t, (1979), "A portfolio Balance model of corporate working capital", Journal of finance, may.

السيرة الذاتية



الاستاذ الدكتور(البروفيسور) سعود جايد مشكور

جامعة المثنى كلية الأدارة والاقتصاد

أ- معلومات شخصية

الاسم: سعود جايد مشكور

الميلاد: 1954

الشهادة: دكتوراه

البلد المانح للشهادة: فرنسا (جامعة السوربون)

اللغات التي يجيدها: الفرنسية والإنكليزية (قراءة وتحدث)

الدرجة العلمية: أستاذ (بروفيسور)

مدة الخدمة الجامعية: 29 سنة

التخصص العام: المحاسبة

التخصص الدقيق: المحاسبة المالية

عنوان العمل الحالي: العراق- جامعة المثنى- كلية الإدارة والاقتصاد

ب - المناصب الإدارية

1- رئيس قسم المحاسبة- جامعة البصرة– العراق 1995- 2000

2- معاون العميد للشؤون العلمية- جامعة البصرة– العراق 2000- 2003

3- رئيس قسم المحاسبة- جامعة الحديدة– اليمن 2006- 2009

4- رئيس قسم المحاسبة- جامعة المثنى– العراق 2009 – 2011

5- رئيس تحرير مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية 2011-2019

جـ-البحوث والدراسات

1. البحوث المنشورة: 50 بحث ودراسة
2. الكتب المؤلفة: 21 كتاب علمي (منهجي ومساعد)
3. المشاركة في المؤتمرات: 20 مؤتمر علمي.
4. التدريس في الدراسات العليا: 15 مادة دراسية
5. الإشراف على طلاب الدراسات العليا: 3 طالب دكتوراه و13 طالب ماجستير.
6. الجوائز: خمس جوائز علمية

7. العنوان البريدي: saoudalamry@yahoo.com
8. هاتف: 009647800799222



تلاع العلي - شارع الملكة رانيا العبدالله - مجمع العساف التجاري - الطابق الأول
تلفاكس : 5353402 6 962+
خلـــوي : 95667143 7 962+
ص.ب : 520946 عمان 11152 الأردن
E-mail: darghidaa@gmail.com
E-mail: info@darghaidaa.com
www.darghaidaa.com

